



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ

της

ΑΝΔΡΕΑΔΟΥ ΒΑΣΙΛΙΚΗ

Επιβλέπων Καθηγητής: ΝΕΓΚΑΚΗΣ ΧΡΗΣΤΟΣ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην

Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ 2018

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ.....	4
1.2 ΣΚΟΠΟΣ & ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ.....	4
1.3 ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
2.1.1 ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	6
2.2 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	5
2.3 ΠΕΔΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ.....	7
2.4 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	7
2.4.1 ΜΟΝΤΕΛΑ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	9
2.4.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΑΙ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	12
2.5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	12

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ & ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	14
3.1.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	15
3.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ.....	16
3.2.1 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ.....	16
3.2.2 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	17
3.2.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ.....	18
3.2.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ.....	18
3.3 Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	18

3.4 ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	19
3.4.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΟΥ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΕ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ.....	19
3.4.2 BOOK VALUE (ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ).....	20
3.4.3 ADJUSTED BOOK VALUE (ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ).....	21
3.4.4 LIQUIDATION VALUE (ΑΞΙΑ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ).....	22
3.4.5 REPLACEMENT VALUE (ΑΞΙΑ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ).....	23
3.5 ΜΕΘΟΔΟΙ ΣΤΗΡΙΖΟΜΕΝΟΙ ΣΤΗΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	23
3.5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	23
3.5.2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΜΕΘΟΔΟΥ.....	24
3.6 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ.....	27
3.6.1 ΓΕΝΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ.....	27
3.6.2 ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΑΠΕΙΡΩΝ ΠΕΡΙΟΔΩΝ.....	29
3.6.3 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	30
3.6.3.1 ΜΟΝΤΕΛΟ GORDON.....	30
3.6.3.2 ΚΟΣΤΟΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ.....	31
3.6.3.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Η.....	31
3.7 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	32
3.7.1 ΓΕΝΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ.....	32
3.7.2 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ FCFF ΚΑΙ FCFE.....	34
3.8 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ ΚΕΡΔΩΝ.....	36
3.8.1 ΒΑΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	36
3.8.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ.....	37
3.9 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	41

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	40
4.2 ΥΠΟΘΕΤΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ.....	40
4.3 ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ (DCFΜ).....	40
4.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ.....	41
4.5 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΝ DAMODARAN.....	41
4.6 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ.....	44
4.7 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ.....	45
4.8 ΣΥΝΘΕΤΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΤΗΣΙΑΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ.....	46
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	48

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 Κατάσταση Ισολογισμού εταιρείας «J&P»

Πίνακας 2. Αναπροσαρμογή Ισολογισμού σε τρέχουσες αξίες εταιρείας «J&P»

Πίνακας 3. Μοντέλο DCFM

Πίνακας 4. Υπολογισμός GAGR

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η αποτίμηση επιχειρήσεων είναι η αιτία για πολλές αναλύσεις, με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν πολλοί μέθοδοι αποτίμησης που βασίζονται σε θεμελιώδεις αρχές. Ουσιαστικά είναι μια διαδικασία με κύριο σκοπό την πληροφόρηση της εταιρίας για την αξία της επιχείρησης και την αποτίμηση των μελλοντικών επιπτώσεων των σημερινών αποφάσεων.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να συγκεντρώσει και να περιγράψει τις σύγχρονες μεθόδους αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης, καθώς και να αναλύσει τις κυριότερες και πιο συχνά χρησιμοποιούμενες μεθόδους των τελευταίων χρόνων. Επιμέρους; στόχοι της είναι να αποδείξει την σπουδαιότητα της αποτίμησης και την αναγκαία εφαρμογή της στις επιχειρήσεις.

1.2 ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ

Η αποτίμηση εταιριών και κυρίως μετοχών εισηγμένων σε διεθνή χρηματιστήρια, αποτελεί μία διαδεδομένη πρακτική στην αναζήτηση των ελκυστικότερων επενδυτικών επιλογών από θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές ανά τον κόσμο. Κατά καιρούς έχουν ακουστεί πολλά για τη θεωρητική αξία μιας μετοχής όσον αφορά στην καταλληλότερη μεθοδολογία και τις ρεαλιστικότερες υποθέσεις αποτίμησης που πρέπει να υιοθετούνται για την εξαγωγή του τελικού αποτελέσματος (δηλαδή της δίκαιης αξίας μιας επιχείρησης).

Τα βασικά ερωτήματα της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι «γιατί θεωρείται αναγκαία η εφαρμογή της αποτίμησης για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης;», «ποια η σπουδαιότητα του ρόλου της και τι επίδραση έχει στις επενδυτικές αποφάσεις;» κύρια πρόκληση της διπλωματικής είναι «ποια μέθοδος αποτίμησης μας οδηγεί στην επίτευξη ενός έγκυρου και ακριβή προσδιορισμού της αξίας της εταιρίας σε εφαρμογή πάντα με τις σχετικές θεωρίες για τα πρακτικά θέματα της αποτίμησης.

1.3 ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων αποτελεί μία άκρως σημαντική διαδικασία για τον προσδιορισμό της αξίας αυτών. Όπως γίνεται αντιληπτό, υπάρχει μεγάλος αριθμός μεθόδων αποτίμησης καθώς και παραλλαγές τους. Για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας επιχειρήθηκε η ανάλυση και ομαδοποίηση των μεθόδων αυτών.

Στο πρώτο κεφάλαιο διατυπώνονται εισαγωγικές παρατηρήσεις που περιλαμβάνουν την εισαγωγή, την αποσαφήνιση της παρούσας διπλωματικής εργασίας και το ερευνητικό ερώτημα που προκύπτει. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται αναφορά η βιβλιογραφική ανασκόπηση πάνω στο θέμα της αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων, των μεθόδων και των πεδίων εφαρμογής καθώς και τους λόγους αποτίμησης. Στο τρίτο κεφάλαιο περιγράφονται αναλυτικά τα μοντέλα αποτίμησης. Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται εφαρμογή μια από τις πιο διαδεδομένες μεθόδους με υποθετικά δεδομένα. Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται μια ανασκόπηση της παρούσας εργασίας και τα συμπεράσματα ακολούθησαν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων εν μέρει είναι τέχνη, αν και από κάποιους προτιμάται ο όρος «κρίση και εν μέρει επιστήμη», (Boger, 1999). Η επιστήμη της αποτίμησης των επιχειρήσεων περιλαμβάνει αρκετές διαστάσεις και καταπιάνεται με διάφορα. Ο καθορισμός της αξίας έχει ιδιαίτερη σημασία σε μια οικονομία, δεδομένου ότι «οι επενδύσεις πραγματοποιούνται αποσκοπώντας στην απολαβή οφέλους που θα ξεπεράσει την αξία της επένδυσης και θα αποζημιώσει για τον αναληφθέντα κίνδυνο» (Goedhart, M. & Wessels, 2010).

2.1.1 ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου ορίζεται ως το μέγεθος που καταδεικνύει την συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων μιας οικονομικής μονάδας. Η αξία μιας επιχείρησης «ορίζεται ως το πρότυπο μέτρο της αξίας που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση». (Valu Adder, 2015)

Η αξία μιας επιχείρησης δεν θα πρέπει να συγχέεται με την τιμή, αφού σε αρκετές περιπτώσεις είναι διαφορετική. Στις εξαγορές επιχειρήσεων « η τιμή μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα τον αγοραστή και τις επιδιώξεις του, και καθορίζεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή», (Fernandez,2015)

2.2 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Σύμφωνα με τον Mayer (1986) οι βασικότεροι λόγοι που μπαίνουν στη διαδικασία της αποτίμησης είναι οι εξής:

- Για την προσέλκυση νέου κεφαλαίου
- Ευκολότερος επιχειρηματικός σχεδιασμός
- Προσδιορισμός των αμοιβών του Δ.Σ και των ανωτάτων στελεχών που επηρεάζουν άμεσα την αύξηση της εταιρείας
- Σε περίπτωση πώλησης της επιχείρησης με συγχώνευση ή εξαγορά, είναι αναγκαίο να προσδιοριστεί η αξία εξόδου μέσω μιας έγκυρης διαδικασίας έτσι ώστε να εξασφαλιστεί ότι το τίμημα της πώλησης δεν είναι μικρότερο του επιθυμητού.

2.3 ΠΕΔΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

Η αποτίμηση μπορεί να εφαρμοστεί και να φανεί χρήσιμη σε διάφορους τομείς, ενώ μπορεί να « διαφοροποιηθεί ανάλογα το πεδίο εφαρμογής, μπορεί να χρησιμοποιηθεί στις ακόλουθες περιπτώσεις σύμφωνα με τον Fernandez (2015)

- κατά την αγορά ή την πώληση λειτουργικών τμημάτων επιχειρήσεων
- στην αγοραπωλησία μετοχών
- σε δημόσιες προσφορές

Σε περιπτώσεις όπου με βάση την αξία καθορίζεται η αμοιβή, όπως στις περιπτώσεις : 1)διοικητικών στελεχών, 2)σε αποφάσεις στρατηγικής σημασίας (στον στρατηγικό προγραμματισμό) 4)σε κληρονομίες.

Η αποτίμηση κυρίως εφαρμόζεται στην διαχείριση χαρτοφυλακίων, στην περίπτωση της «απόκτησης (ή πώλησης) επιχειρήσεων αλλά και στην εταιρική χρηματοδότηση»

2.4 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Σύμφωνα με τον Damodaran, (1996) αναφέρει τρεις κύριες κατηγορίες μεθόδων αποτίμησης:

1. Discounted Cash Flow Valuation: η αξία της επιχείρησης προκύπτει από την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών.
2. Relative Valuation: η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται με βάση την αξία παρόμοιων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, με μια συγκεκριμένη μεταβλητή, όπως πωλήσεις, κέρδη, κ.α.
3. Option Valuation: η αξία της επιχείρησης προκύπτει από τη χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης (options). Τα κύρια χαρακτηριστικά αυτού του μοντέλου συνδέονται με την τιμή και τη μεταβλητότητα της τιμής του υποκείμενου τίτλου (π.χ. μετοχής), αλλά και με την επιθυμητή απόδοση, κάτω από την υπόθεση ότι η διαπραγμάτευση του υποκείμενου στοιχείου, μαζί με τη δυνατότητα εξάσκησης του δικαιώματος, είναι συνεχής και δεν έχει περιορισμούς .

Εξάλλου, σύμφωνα με τον Damodaran, η αποτίμηση αποτελεί συγκερασμό επιστήμης και τέχνης. Όπως αναφέρει το τμήμα που είναι επιστήμη αφορά τη μηχανική της αποτίμησης, δηλαδή συγκεκριμένες μεθοδολογίες, εργαλεία, κ.λπ., ενώ το τμήμα που είναι τέχνη, απαιτεί να αξιολογήσεις όλα τα ποιοτικά και ποσοτικά δεδομένα, ώστε να κάνεις προβλέψεις για το μέλλον.

Για τους παραπάνω λόγους χρησιμοποιούμε διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης, οι οποίες μας προσδιορίζουν ένα εύρος τιμών εντός του οποίου θα μπορούσε να βρεθεί μία τιμή για να υποστηριχθεί μία συναλλαγή.

Σήμερα, στην πλειονότητα τους και ανάλογα πάντα με τα χαρακτηριστικά και τα χρηματοοικονομικά δεδομένα των επιχειρήσεων χρησιμοποιούνται κυρίως: η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (discounted cash flows-DCF), η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης και η μέθοδος της υπερπροσόδου των τελευταίων ή των επομένων 5 ετών. Εκτός αυτών χρησιμοποιούνται και άλλες μέθοδοι, δευτερεύουσας σημασίας, όπως η EVA (Economic Value Added - μέθοδος προστιθέμενης οικονομικής αξίας) και η συγκριτική ανάλυση. Ένας ακόμα κίνδυνος που θα πρέπει να προσεχθεί, όσον αφορά τις αποκρατικοποιήσεις, είναι η πίεση του χρόνου, η οποία σε συνδυασμό με την τρέχουσα οικονομική κρίση διαμορφώνουν τις αξίες των επιχειρήσεων σε επίπεδα κάτω από την πραγματική μακροπρόθεσμη αξία τους. Άρα, αυτό που πρέπει να διαπραγματευτούμε είναι περισσότερο ο χρόνος υλοποίησης με συγκεκριμένο σχέδιο δράσης. (Damodaran, 1996).

Ο Smith (2012) ορίζει την αποτίμηση της επιχείρησης ως "τη διαδικασία προσδιορισμού της εκτιμώμενης αξίας μιας επιχειρηματικής οντότητας". Μια εκτίμηση των επιχειρήσεων που εκτελείται σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές AICPA απαιτεί κατανόηση και ανάλυση της επιχείρησης και του σχετικού κλάδου, καθώς και συναφείς οικονομικές συνθήκες. Ο στόχος είναι να παρέχεται μια αποτίμηση που να αντιπροσωπεύει την τιμή που ένας αγοραστής πρόθυμος και ο πωλητής θα συμφωνούσαν όταν και οι δύο έχουν γνώση των σχετικών γεγονότων. (Αυτή είναι η έννοια της δίκαιης αγοραίας αξίας που αναφέρεται παρακάτω στη συζήτηση του άρθρου 3).

Η ορολογία της AICPA που συνδέεται με την αποτίμηση των επιχειρήσεων κάνει μια διάκριση μεταξύ μιας «συμπλήρωσης της αξίας» και ενός «υπολογισμού της αξίας». Ένα "συμπέρασμα αξίας" απαιτεί από τον εκτιμητή να εξετάσει όλες τις προσεγγίσεις και μεθόδους αποτίμησης για να καθορίσει ποιες μέθοδοι είναι οι πλέον κατάλληλες. Ο "υπολογισμός της αξίας" βασίζεται σε συγκεκριμένες μεθόδους αποτίμησης που έχουν συμφωνηθεί από τον εκτιμητή και τον πελάτη, αντί να λαμβάνονται υπόψη όλες οι προσεγγίσεις και οι μέθοδοι.

Σύμφωνα με τον Smith, υπάρχουν τρεις κύριες προσεγγίσεις για την αξιολόγηση των επιχειρήσεων, όπως αναφέρεται στον παρακάτω πίνακα. Η καταλληλότερη προσέγγιση και μέθοδος εξαρτάται από τα γεγονότα και τις περιστάσεις. Η προσέγγιση του

περιουσιακού στοιχείου χρησιμοποιείται για εταιρείες χαρτοφυλακίου και εταιρείες με ελάχιστο ή καθόλου εισόδημα και βασίζεται στην αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, μείον υποχρεώσεις. Όπως φαίνεται στον πίνακα, υπάρχουν μερικές παραλλαγές που βασίζονται στις αγοραίες αξίες. Η μέθοδος του εισοδήματος ισχύει για τις εταιρείες που κρατούνται στενά, όπου δεν υπάρχουν διαθέσιμες αγοραίες αξίες. Οι μέθοδοι που σχετίζονται με την προσέγγιση εισοδήματος βασίζονται στο προεξοφλημένο εισόδημα ή στην καθαρή ταμειακή ροή με έκπτωση. Το κατά πόσο το λογιστικό εισόδημα ή η καθαρή ταμειακή ροή είναι καταλληλότερο είναι αμφιλεγόμενο.

2.4.1 ΜΟΝΤΕΛΑ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Οι ταμειακές ροές αποτελούν, σύμφωνα με ορισμένους αναλυτές της αγοράς και συμβούλους επιχειρήσεων, την βασικότερη χρηματοοικονομική κατάσταση. Η μέθοδος αυτή ενδείκνυται για την δυναμική εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης και μπορεί να χρησιμοποιηθεί από μία πληθώρα ενδιαφερομένων μερών. Σύμφωνα με την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμιακών ροών, η αξία μίας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμιακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα (Λαζαρίδης, 2005).

Η προεξόφληση των ελεύθερων ταμιακών ροών μπορεί να εφαρμοστεί βάση δυο μοντέλων, ως προς το σύνολο της εταιρίας και ως προς το σύνολο των μετόχων. Σύμφωνα με το Gordon Growth Model, η βασική προϋπόθεση είναι πως οι προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g . Έτσι προκύπτουν τα μοντέλα FCFE και FCFE σε ένα στάδιο ή σταθερής ανάπτυξης (Damodaran, 2010).

Σύμφωνα με τον Moskowitz (1988) 5, "Η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να εκτιμηθεί με ανάλυση αξίας μετοχών (SVA), μια μεταβολή της ανάλυσης των προεξοφλημένων ταμιακών ροών (DCF). Δύο ευρείες μετρήσεις αξίας χρησιμοποιούνται στην SVA: αναμενόμενη ταμειακή ροή και κόστος κεφαλαίου ή προεξοφλητικό επιτόκιο. Οι απολαβές του SVA περιλαμβάνουν: την παροχή συνεκτικής βάσης για τις αποφάσεις κατανομής κεφαλαίου, την αποφυγή λογιστικών μέτρων που δεν προορίζονται ποτέ για μελλοντικές επενδυτικές αποφάσεις, την ελαχιστοποίηση του εταιρικού παιχνιδιού όσον

αφορά τον προϋπολογισμό και τον προγραμματισμό και την παροχή ενός τυποποιημένου οχήματος επικοινωνίας επενδυτών. να προβλέψει πιθανή αντίδραση της αγοράς στα σχέδιά της με το SVA και να αξιολογήσει τις επιχειρηματικές μονάδες πιο αποτελεσματικά ". Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στο κόστος κεφαλαίου στο παρόν έγγραφο απ'ό, τι στα άρθρα που συζητήθηκαν παραπάνω,

3. Striscek (1983) παρέχει μια πληρέστερη κάλυψη της αποτίμησης των επιχειρήσεων. Αρχίζει επισημαίνοντας ότι η τιμή του όρου έχει πολλές διαφορετικές έννοιες. Ορισμένες έννοιες αξίας περιλαμβάνουν: εκτιμώμενη αξία, αξία καταδίκης, λογιστική αξία, αξία αναπαραγωγής, αξία συνεχιζόμενης αξίας, αξία ρευστοποίησης, αξία εξασφαλίσεων, αξία πώλησης, αγοραία αξία, εύλογη αγοραία αξία, εγγενή αξία και αξία επένδυσης. Η σχετική έννοια της αξίας εξαρτάται από τις συνθήκες υπό τις οποίες πρόκειται να χρησιμοποιηθεί. Για παράδειγμα, ο φορολογικός πράκτορας του νομού ενδιαφέρεται για την εκτιμώμενη αξία. Ένας κυβερνητικός πράκτορας ενδιαφέρεται για την καταδίκη αξία σε περιπτώσεις όπου το δικαίωμα του επιφανή τομέα εφαρμόζεται για την αγορά ιδιωτικής ιδιοκτησίας για την κατασκευή αυτοκινητοδρόμων. Οι λογιστές υπογραμμίζουν την αξία του βιβλίου και την αξία αναπαραγωγής, ενώ οι επιχειρηματίες ενδιαφέρονται για την αξία της συνεχιζόμενης δραστηριότητας. Οι τραπεζίτες θέλουν να γνωρίζουν την αξία εκκαθάρισης και την αξία εξασφάλισης των περιουσιακών στοιχείων που έχουν δεσμευτεί για την εξασφάλιση δανείων. Η εκτίμηση των επιχειρήσεων για σκοπούς συγχωνεύσεων και εξαγορών θεωρεί πολλές διαφορετικές έννοιες αξίας. Ο Striscek διαχωρίζει αυτές τις έννοιες αποτίμησης επιχειρήσεων σε αντικειμενικές μεθόδους και υποκειμενικές μεθόδους.

Στόχοι Μέθοδοι αποτίμησης

Οι αντικειμενικές μέθοδοι αποτίμησης βασίζονται στα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης που πρόκειται να αποτιμηθεί. Οι μέθοδοι περιλαμβάνουν ένα ευρύτερο φάσμα από εκείνες που αναφέρονται από τους συγγραφείς στα προηγούμενα δύο άρθρα. Αυτά περιλαμβάνουν την λογιστική αξία, την αρχική αξία κόστους, την αγοραία αξία, την εύλογη αγοραία αξία, την αξία αναπαραγωγής και την αξία εκκαθάρισης.

Λογιστική αξία : Όταν ληφθεί υπόψη η λογιστική αξία, διάφορες προσαρμογές περιλαμβάνουν την αφαίρεση προνομιούχων μετοχών, υπεραξίας, διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, εκπώσεων ομολόγων, εξόδων οργάνου και αναβαλλόμενων εξόδων. Ωστόσο, υπάρχουν δύο σοβαρές αδυναμίες της λογιστικής αξίας. Οι λογιστικές πολιτικές διαφορετικών εταιρειών δεν είναι συγκρίσιμες και η λογιστική αξία δεν

παρέχει καμία ένδειξη για το δυναμικό κέρδους των εμπλεκόμενων περιουσιακών στοιχείων.

Αρχικό κόστος : Το αρχικό κόστος μπορεί να θεωρηθεί ως ελάχιστη αξία για τον πωλητή, αλλά είναι ένα βυθισμένο κόστος και δεν έχει σχέση με μελλοντικές αποφάσεις και με τις μελλοντικές επιδόσεις της επιχείρησης.

Αγοραία Αξία : Εάν είναι διαθέσιμη, η αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας θα μπορούσε να αποτελέσει ένα όριο, δεδομένου ότι τείνει να βασίζεται στον λόγο τιμής / κέρδους και ο αμοιβαίος λόγος κερδών / τιμών παρέχει έμμεση κεφαλαιοποίηση. Δυστυχώς, μόνο τα σχετικά μερικά αποθέματα μεγάλων εταιρειών διαπραγματεύονται σε τακτική βάση.

Προσαρμοσμένη λογιστική Αξία : Η αξία της αγοράς είναι η θεωρητική έννοια που αναφέρεται παραπάνω, δηλαδή η τιμή που ο αγοραστής και ο πωλητής επιθυμούν να συμφωνήσουν όταν και οι δύο έχουν γνώση των σχετικών γεγονότων. Αυτή η έννοια φαίνεται να υποστηρίζει μια πιο υποκειμενική μέθοδο όπως η κεφαλαιοποίηση των κερδών.

Αξία αντικατάστασης : Η αξία αντικατάστασης παρέχει ένα ανώτατο όριο στις περιπτώσεις όπου τα υλικά περιουσιακά στοιχεία μπορούν εύκολα να αντικατασταθούν και είναι τα μόνα σημαντικά αντικείμενα αξίας της επιχείρησης. Θα μπορούσε να ληφθεί υπόψη το κόστος προσαρμοσμένο σε επίπεδο τιμών, αλλά η επιλογή ενός δείκτη τιμών είναι μια αμφιλεγόμενη υποκειμενική απόφαση. Μια αδυναμία της προσέγγισης κόστους αντικατάστασης είναι ότι η εμπειρία διαχείρισης και η φήμη ή η καλή θέληση της επιχείρησης δεν λαμβάνονται υπόψη.

Κεφαλαιοποιημένα κέρδη: Η κεφαλαιοποίηση των κερδών βασίζεται στην υπόθεση ότι η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από το μελλοντικό εισόδημα. Οι προβλέψεις κερδών αρχίζουν με τις οικονομικές καταστάσεις προηγούμενων χρήσεων. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν ποικίλες στατιστικές τεχνικές όπως ο απλός μέσος όρος, ο σταθμισμένος μέσος όρος ή η ανάλυση παλινδρόμησης των αποτελεσμάτων της προηγούμενης περιόδου. Μια αδυναμία αυτών των προσεγγίσεων είναι η υποκείμενη υπόθεση ότι το παρελθόν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη του μέλλοντος. Ένα άλλο πρόβλημα είναι ότι δεν υπάρχει ακριβής τρόπος προσδιορισμού του ποσοστού κεφαλαιοποίησης. Ο συντελεστής πρέπει να είναι αρκετά υψηλός ώστε να αντισταθμίζει τον κίνδυνο ενός αβέβαιου μέλλοντος. Θα μπορούσαμε να ξεκινήσουμε με εναλλακτικές λύσεις, όπως τα τρέχοντα επιτόκια των κεφαλαίων της χρηματαγοράς και των λογαριασμών ταμειωτηρίου. Άλλοι χρήσιμοι συντελεστές μπορούν να εντοπιστούν

από τους δείκτες τιμής / κέρδους παρόμοιων εταιρειών, εάν υπάρχουν, το αποκαλούμενο ποσοστό κινδύνου για τις ΗΠΑ Τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου και το μέσο κόστος του χρέους και της καθαρής θέσης της επιχείρησης. Σημειώστε ότι το χαμηλότερο ποσοστό, τόσο μεγαλύτερη είναι η αποτίμηση.

Αναπροσαρμοσμένες ταμειακές ροές ή μερίσματα : Η προεξόφληση της λειτουργικής ταμειακής ροής ή των μερισμάτων παρέχει άλλες υποκειμενικές μεθόδους αποτίμησης. Ένα πλεονέκτημα της χρήσης ταμειακών ροών ή μερισμάτων είναι η αποφυγή στρεβλώσεων που προκύπτουν από τις διάφορες διαθέσιμες εναλλακτικές λύσεις για τον υπολογισμό του καθαρού εισοδήματος. Τα προβλήματα που συνδέονται με τον καθορισμό του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου ισχύουν επίσης για αυτές τις μεθόδους.

Τα κύρια πλεονεκτήματα των υποκειμενικών μεθόδων αποτίμησης είναι αυτό

1. εστιάζουν στο δυναμικό κέρδους της επιχείρησης και όχι στο βυθισμένο κόστος που συνδέεται με τις αξίες των στοιχείων του ενεργητικού, και
2. οι προτιμήσεις του αγοραστή για τους κινδύνους και το ρυθμό απόδοσης που προσαρμόζεται με βάση το χρόνο αντιπροσωπεύονται στο κεφαλαιοποιητικό ή το προεξοφλητικό επιτόκιο

2.4.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΑΙ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο σκοπός κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας, δηλαδή η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Επιχειρήσεις οι οποίες αποτυγχάνουν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους, αδυνατούν να προσελκύσουν ίδια κεφάλαια για την χρηματοδότηση επενδύσεων. Χωρίς ίδια κεφάλαια καμία επιχείρηση δεν μπορεί να διατηρηθεί στην αγορά μακροπρόθεσμα. Για να υπολογιστεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, θα εφαρμόσουμε το μοντέλο αποτίμησης των κεφαλαιουχικών στοιχείων. Στην διεθνείς βιβλιογραφία είναι γνωστό ως CAPM (capital asset pricing model). (Νούλας, 2015).

Το κόστος ξένων κεφαλαίων μετράει το τρέχον κόστος δανεισμού για την χρηματοδότηση της επιχείρησης.

Ο Kuttner (1989) εξετάζει ένα άλλο μοντέλο αποτίμησης των επιχειρήσεων με βάση το Demond και το Marcelo's 1993 Handbook of Small Business Valuation Formulas. Υπάρχουν τέσσερις κατηγορίες βιομηχανικών τύπων: ο πολλαπλασιαστής

ακαθάριστων πωλήσεων, ο πολλαπλασιαστής μηνιαίων ή ετήσιων κερδών (ταμειακών ροών), οι πολλαπλασιαστές μονάδων και οι τύποι αθροίσματος που συνδυάζουν τις άλλες τρεις προσεγγίσεις και περιλαμβάνουν την αξία αξιολόγησης των ενσώματων παγίων. Ο Kuttner αναφέρει επίσης τις μεθόδους ισολογισμού και εισοδήματος, τη συγκρίσιμη μέθοδο πώλησης και τη συγκριτική μέθοδο τιμολόγησης της εταιρείας. Το χαρτί περιλαμβάνει μια απεικόνιση ενός τύπου αποτίμησης για μια λογιστική επιχείρηση. Ο τύπος βασίζεται σε πολλαπλά (50% έως 200%) από τα καθαρά έσοδα των προηγούμενων 12 μηνών. Η καθαρή αξία ιδίων κεφαλαίων (καθαρά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία που επαναδιατυπώνονται στην αγοραία αξία μείον υποχρεώσεις) προστίθεται στην τιμή που υποδεικνύεται από τον πολλαπλασιαστή. Πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη η δυνατότητα μεταφοράς της πελατειακής βάσης. Είναι ενδιαφέρον ότι αυτός ο συγγραφέας δεν αναφέρει τις μεθόδους των προεξοφλημένων κερδών ή των ταμειακών ροών. Το έγγραφο βασίζεται στην AICPA MAS Small Business Consulting Practice Βοήθεια Νο. 8

2.5 ΣΥΜΠΕΡΑΜΑΤΑ

Πολλοί μελετητές έχουν σχηματίσει μοντέλα και θεωρίες σχετικά με την εφαρμογή της αποτίμησης, με σκοπό την προσέγγιση ενός πραγματικού αποτελέσματος που δεν θα έχει τη δυνατότητα αμφισβήτησης του, αυτό έχει οδηγήσει στη δημιουργία διάφορων μοντέλων τα οποία μπορούν σε οδηγήσουν σε διαφορετικά αποτελέσματα με τα ίδια δεδομένα/

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΜΕΘΟΔΟΙ ΚΑΙ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αποτίμηση είναι η διαδικασία προσδιορισμού της αξίας ενός αγαθού ή περιουσιακού στοιχείου (πραγματικού ή χρηματοοικονομικού) ή επενδυτικού σχεδίου είτε βάση κάποιων παραμέτρων που θεωρεί ο αποτιμών ότι επηρεάζουν τις μελλοντικές του αποδόσεις .

Από τον αυτό καταλαβαίνουμε το ευρύ πεδίο εφαρμογής της αποτίμησης καθώς την σημαντική έννοια της αξίας καθώς και την υποκειμενικότητα της διαδικασίας. Στην παρούσα εργασία θα επικεντρωθούμε στην αποτίμηση των επιχειρήσεων που αποτελούνται από πολλά πραγματικά και άυλα στοιχεία η αξιοποίηση των οποίων αποφέρει κέρδη ή ζημίες στην αξία της επιχείρησης.

Γενικά η αξία μιας εταιρείας μπορεί να προσδιοριστεί με τους εξής τρόπους σύμφωνα με τον Damodaran:

- Την **Ονομαστική Αξία (Nominal Value)** , η οποία είναι ίση με την αξία της έκδοσης κεφαλαίου.
- Την **Λογιστική Αξία (Book Value)**, που ορίζεται ως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Αυτά αποτελούνται από το μετοχικό κεφάλαιο, τις επιχορηγήσεις επενδύσεων, τα αποθεματικά κεφάλαια, τις αναπροσαρμογές της αξίας των παγίων στοιχείων του Ενεργητικού και τα αποτελέσματα των προηγούμενων χρήσεων.
- Την **Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value)**, η οποία είναι η αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, αν πρόκειται να πωληθούν ξεχωριστά.
- Την **Αξία ως Ενεργού Οικονομικού Οργανισμού (Going Concern Value)**, η οποία είναι η αξία που έχει η εταιρεία στον επενδυτικό κόσμο ως δρώσα επιχείρηση. Αυτή η αξία βασίζεται σε υποκειμενικές κρίσεις και προϋποθέτει η εταιρεία λειτουργεί με βάση going concern.
- Την **Χρηματιστηριακή Αξία (Market Value)** της εταιρείας, η οποία αναφέρεται μόνο στις εισηγμένες επιχειρήσεις και αποτελεί την αποτίμηση της αγοράς.
- Την **Εσωτερική ή Πραγματική Αξία (Intrinsic or Fair Value)** η οποία ορίζεται ως η αξία που δικαιολογείται από τα γεγονότα, τα περιουσιακά στοιχεία, τα κέρδη, τα μερίσματα. Η πραγματική αξία μεταβάλλεται από χρόνο σε χρόνο εφόσον μεταβάλλονται και οι παράγοντες που την προσδιορίζουν.

3.1.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση εξυπηρετεί διάφορους σκοπούς οι οποίοι είναι ιδιαίτερα σημαντικοί για τη σύγχρονη χρηματοοικονομική ανάλυση. Οι κυριότεροι λόγοι για τους οποίους γίνεται αποτίμηση είναι οι εξής:

- **Αξιολόγηση επιχειρηματικών γεγονότων.**

Ένας από τους κυριότερους σκοπούς τους οποίους εξυπηρετεί η αποτίμηση είναι η επιτάχυνση των εξαγορών, συγχωνεύσεων και απορροφήσεων εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα κατά τη διαδικασία της εξαγοράς για να καθοριστεί το τίμημα που πρέπει να πληρωθεί στους μετόχους της εξαγορασθείσας εταιρείας κρίνεται απαραίτητη η αποτίμηση της εταιρείας αυτής και μάλιστα με διάφορες μεθόδους. Ομοίως στις συγχωνεύσεις, προκειμένου να αποφασιστεί η σχέση ανταλλαγής μετοχών πρέπει να αποτιμηθούν και οι δύο εταιρείες (ή περισσότερες) που εμπλέκονται και να καθοριστεί η αξία τους. Επίσης, στις συγχωνεύσεις απαιτείται η αποτίμηση προκειμένου να προσδιοριστεί μια εκτίμηση της νέας οντότητας (εταιρείας) καθώς και τα οφέλη που θα προκύψουν από τη συμφωνία αυτή (συγχώνευση).

- **Αξιολόγηση Στρατηγικών.**

Επιπλέον, στα πλαίσια επιλογής εναλλακτικών στρατηγικών σε μια επιχείρηση η αποτίμηση βοηθάει τους μετόχους να αξιολογήσουν της επίδραση που θα έχουν οι στρατηγικές αυτές στην αξία της επιχείρησης.

- **Αποτίμηση μη εισηγμένων εταιρειών.**

Σε εταιρείες που οι μετοχές τους δεν διαπραγματεύονται σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά κρίνεται απαραίτητη η αποτίμηση έτσι ώστε να διαπιστωθεί η οικονομική κατάσταση, τα αποτελέσματα και οι προοπτικές της εταιρείας αυτής.

- **Επιλογή μετοχών.**

Σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές αντίθετα, όπου οι λογιστικές καταστάσεις δημοσιεύονται ανά τακτά χρονικά διαστήματα (υποχρεωτικά από το νόμο) από κάθε εταιρεία είναι δυνατή η αναγνώριση επενδυτικών ευκαιριών πχ. μέσα από υπερτιμημένες και υποτιμημένες μετοχές.

- **Συμπεράσματα για τις προσδοκίες της αγοράς.**

Οι τιμές απεικονίζουν τις προσδοκίες της αγοράς για τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας. Με αυτό τον τρόπο η ανώτερη διοίκηση της εταιρείας μπορεί να βγάλει συμπεράσματα για το πώς αξιολογούν τα ενδιαφερόμενα μέρη τις επιχειρηματικές τους αποφάσεις και να συγκρίνουν με τις δικές τους αναλύσεις – προβλέψεις.

- **Μηχανισμός διαλόγου.**

Μέσα από τη διαδικασία της αποτίμησης αναπτύσσεται διάλογος ανάμεσα στη διοίκηση, τους μετόχους και τους αναλυτές για θέματα που επηρεάζουν την αξία της εταιρείας.

3.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων έχει ένα ευρύ πεδίο εφαρμογών, όπου παίζει διαφορετικό ρόλο ανάλογα με τον ενδιαφερόμενο και τον σκοπό διεξαγωγής της. Σύμφωνα με τον Damodaran ο ρόλος της αποτίμησης συνοψίζεται στα παρακάτω σημεία ενδιαφέροντος :
1) Εξαγορές και συγχωνεύσεις 2) Διαχείριση Χαρτοφυλακίου 3) Εταιρική Οικονομική Διαχείριση.

3.2.1 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Στην περίπτωση αυτή η συνεισφορά της αποτίμησης έγκειται στο γεγονός ότι η ενδιαφερόμενη εταιρεία ή άτομο θα πρέπει να αποφασίσει έχοντας καταλήξει σε μια ορθή αξία (fair value) για την εταιρεία-στόχο (target firm). Από την άλλη πλευρά, η εταιρεία στόχος θα πρέπει να έχει καθορίσει μια λογική αξία για την ίδια προκειμένου να αποφασίσει αν θα δεχτεί ή αν θα απορρίψει την προσφορά.

Επίσης δύο σημαντικοί παράγοντες στην αποτίμηση εξαγορών είναι η αξία της συνέργειας που προκύπτει από την εξαγορά και από την συνδυασμένη αξία των δύο μερών (αγοραστής-στόχος) και η οποία μπορεί να υπολογιστεί παρά τις αντίθετες απόψεις, καθώς και η προστιθέμενη αξία από την αλλαγή διοίκησης και αναδιοργάνωσης (value of control) που αποτελεί αντικείμενο στις επιθετικές εξαγορές.

Τέλος, ένα σημαντικό πρόβλημα στην αποτίμηση μιας επιχείρησης σε περίπτωση εξαγοράς είναι οι προκαταλήψεις των εμπλεκόμενων μερών, οι οποίες επηρεάζουν σημαντικά την αντικειμενικότητα των υπολογισμών. Αν για παράδειγμα η εταιρεία-στόχος διακρίνεται από υπερβολική αισιοδοξία ως προς την εκτίμηση της αξία της, θα προσπαθήσει να πείσει τους μετόχους ότι η τιμή-προσφοράς είναι χαμηλή. Παρομοίως, στην περίπτωση που η ενδιαφερόμενη εταιρεία είναι αποφασισμένη να προχωρήσει στην εξαγορά για στρατηγικούς λόγους, είναι πιθανό να ασκήσει μεγάλη πίεση στους εκτιμητές ώστε τα αποτελέσματα της αποτίμησης να εξασφαλίσουν την εξαγορά.

3.2.2 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Ο ρόλος της αποτίμησης στην διαχείριση χαρτοφυλακίου εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την επενδυτική φιλοσοφία του επενδυτή. Είναι μικρότερος ο ρόλος σε παθητικό επενδυτή και μεγαλύτερος σε ενεργό. Αλλά ακόμη και μεταξύ ενεργών επενδυτών υπάρχουν διαφοροποιήσεις ανάλογα με την κατηγορία του επενδυτή π.χ. ο επενδυτής αγοράς (market timer) χρησιμοποιεί λιγότερο την αποτίμηση από τον επενδυτή που επιλέγει συγκεκριμένες μετοχές καθώς επικεντρώνεται στο σύνολο της αγοράς.

Μπορούμε να διακρίνουμε τις παρακάτω βασικές κατηγορίες επενδυτών που εκπροσωπούν διαφορετική επενδυτική φιλοσοφία:

- Αναλυτές Θεμελιωδών (Fundamental Analysts): Η φιλοσοφία τους είναι ότι η πραγματική αξία της εταιρίας σχετίζεται με τα θεμελιώδη οικονομικά της χαρακτηριστικά δηλ. τις προοπτικές ανάπτυξης, το προφίλ κινδύνου και τις ταμειακές ροές. Συνήθως το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από υποτιμημένες μετοχές με την ελπίδα ότι στο μέλλον θα υπεραποδόσουν της αγοράς.
- Franchise Buyer: Οι επενδυτές αυτοί προσπαθούν να αποκτήσουν υποτιμημένες εταιρίες και συνήθως ασκούν επιρροή και έλεγχο στην διοίκησή τους αλλάζοντας την πολιτική τους προσθέτοντας αξία ελέγχου (value of control).
- Επενδυτές Γραφημάτων (Chartists): Οι επενδυτές αυτοί πιστεύουν ότι οι τιμές των μετοχών κινούνται σε συνάρτηση τόσο των θεμελιωδών όσο και της ψυχολογίας των επενδυτών, οπότε παρατηρούνε χαρακτηριστικά όπως μεταβολές τιμών, όγκο συναλλαγών, παράγωγα για να εντοπίσουν τάση αγοράς και να επωφεληθούν. Αυτοί χρησιμοποιούν την αποτίμηση λιγότερο αλλά είναι ωφέλιμη για να προσδιορίσουν τα άνω και κάτω όρια στα γραφήματα των τιμών.
- Επενδυτές βάσει πληροφορίας (Information Traders): Αυτοί επενδύουν βάσει της πληροφόρησης που αποκτούν είτε προτού ανακοινωθεί στο ευρύ κοινό είτε αμέσως μετά προσπαθώντας να εκμεταλλευτούν την μεταβολή της τιμής πιο νωρίς από τους υπόλοιπους. Αν και επικεντρώνονται περισσότερο στην μεταβολή της τιμής και όχι στην ίδια την τιμή, η αποτίμηση μπορεί να τους είναι χρήσιμη στο βαθμό μεταβολής μιας υπερτιμημένης ή υποτιμημένης μετοχής.
- Επενδυτέςαγοράς (Market Timers): Επενδύουν στην πορεία και στις μεταβολές του συνόλου της αγοράς και θεωρούν ότι προβλέποντας την μεταστροφή της αγοράς μπορεί να είναι πιο επικερδές από την επένδυση σε συγκεκριμένες μετοχές. Μπορούν να χρησιμοποιήσουν την αποτίμηση για να αποτιμήσουν το σύνολο της αγοράς (είτε

ως δείκτη είτε αποτιμώντας όλες τις μετοχές) και να συμπεράνουν εάν είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

3.2.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ

Η αποτίμηση στην περίπτωση αυτή παίζει σημαντικό ρόλο για την αναγνώριση των σημαντικότερων παραγόντων δημιουργίας αξίας επιχείρησης. Με γνώμονα ότι ο αντικειμενικός σκοπός των οικονομικών στελεχών είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης γίνεται αντιληπτό ότι οποιαδήποτε οικονομική ή στρατηγική απόφαση είναι άμεσα συνδεδεμένη με την αξία της επιχείρησης.

3.2.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Συμπερασματικά καταλήγουμε στο ότι η αποτίμηση παίζει σημαντικό ρόλο σε πολλές περιοχές της οικονομικής και επενδυτικής διαχείρισης και τα μοντέλα που παρουσιάζονται στην εργασία περιλαμβάνουν μια γκάμα εργαλείων αποτίμησης που πολλοί αναλυτές ανάλογα με το πεδίο τους χρησιμοποιούν.

3.3 Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση αποτελεί μια ιδιαίτερη αναλυτική και περίπλοκη διαδικασία η οποία προϋποθέτει δύο παράγοντες α) τη γνώση τόσο της οικονομικής όσο και της χρηματοοικονομικής επιστήμης, γνώση της χρηματιστηριακής αγοράς καθώς και του κλάδου που δραστηριοποιείται η εταιρεία και β) πληροφορίες σχετικά με την εσωτερική οργάνωση της εταιρείας, τις δραστηριότητες τις, τα οικονομικά στοιχεία της καθώς και τα επιχειρηματικά της σχέδια. Πιο συγκεκριμένα, τα στάδια για την εφαρμογή της διαδικασίας αποτίμησης είναι σύμφωνα με τον Mayer :

1. ΓΝΩΣΗ ΚΑΙ ΚΑΤΑΝΟΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Είναι πολύ σημαντικό για έναν αναλυτή να γνωρίζει τις λειτουργίες της επιχείρησης, την οργάνωση της, τους στόχους της, το πώς επιτυγχάνει την κερδοφορία της καθώς και τις δυνάμεις και τις αδυναμίες της. Επιπρόσθετα είναι απαραίτητη η ανάλυση του κλάδου δραστηριοποίησης καθώς και του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος.

2. ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΤΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Διαδοχικά στο στάδιο αυτό εκτιμώντας τα στοιχεία του πρώτου σταδίου και σε συνδυασμό με τα επιχειρηματικά πλάνα της διοίκησης της επιχείρησης, ο αναλυτής είναι σε θέση να εκτιμήσει ποσοτικά την πορεία θεμελιωδών αποτελεσμάτων και

δεικτών της επιχείρησης (έσοδα, έξοδα, κόστος κεφαλαίου, δανεισμός ίδια κεφάλαια, κέρδη) για ένα εύλογο χρονικό διάστημα 5-10 ετών όταν θα πραγματοποιηθούν τα σχεδιαζόμενα πλάνα.

3. ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΚΑΤΑΛΛΗΛΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Αφού γίνουν αυτές οι προβλέψεις, πρέπει να επιλεγεί το κατάλληλο μοντέλο αποτίμησης ανάλογα με τις συνθήκες της επιχείρησης. Όπως θα δούμε και παρακάτω αναλύοντας τις μεθόδους αυτές διεξοδικά κάθε μια απ' αυτές ενδείκνυται για επιχειρήσεις με διαφορετικά χαρακτηριστικά (κλάδος, κερδοφορία, χρόνια δραστηριότητας, αγορές).

4. ΜΕΤΑΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΣΕ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Μετά την επιλογή της κατάλληλης μεθόδου ή μεθόδων ο αναλυτής προχωράει στην εφαρμογή τους και στην κατάληξη ποσοτικού αποτελέσματος ή εύρους όσον αφορά την αξία της επιχείρησης. Στις περισσότερες φορές τα αποτελέσματα αποκλίνουν μεταξύ τους. Συνεπώς, ο αναλυτής συνήθως σταθμίζει τις μεθόδους αυτές ανάλογα με την καταλληλότητά τους (και την προσωπική του εμπειρία) και φτάνει στο τελικό αποτέλεσμα.

5. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΠΟΦΑΣΗ

Το τελικό στάδιο εμπεριέχει την ερμηνεία του αποτελέσματος και τη χρησιμοποίηση του από τα ενδιαφερόμενα μέρη έτσι ώστε να βγει συμπέρασμα για την επενδυτική απόφαση. Δηλαδή, ο εκάστοτε επενδυτής που θέλει να αγοράσει μετοχές ή να εξαγοράσει ποσοστό μια εταιρείας ή γενικώς ανήκει στις ομάδες που αναφέραμε πριν, παίρνει την τελική απόφαση με γνώμονα την αποτίμηση αυτή (μαζί με τις προσωπικές του υποκειμενικές εκτιμήσεις).

3.4 ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

3.4.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΟΥ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΕ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ

Όπως αναφέρθηκε, η μέθοδος των λογιστικών δεδομένων είναι από τις πιο παλιές μεθόδους. Στην συγκεκριμένη μέθοδο θεωρείται ότι η αξία της επιχείρησης φαίνεται μέσα από τον Ισολογισμό της για αυτό και πρέπει να εκτιμούνται σωστά και αντικειμενικά τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της. Ένας λόγος που ίσως κάποιοι εκτιμητές δεν την προτιμούν είναι το γεγονός ότι, η μέθοδος αυτή βασίζεται σε μια δεδομένη χρονική στιγμή ή αλλιώς σε ένα στιγμιότυπο της εταιρείας. Άρα η εκτίμηση της αξίας θα είναι για το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα της εταιρείας χωρίς να περιέχει

τις μελλοντικές προβλέψεις αλλά ούτε και τους παράγοντες που ασκούν σημαντική επίδραση στην αξία της επιχείρησης και δεν εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις όπως η τρέχουσα κατάσταση του κλάδου, οι ανθρώπινοι διαθέσιμοι πόροι, πιθανά διοικητικά προβλήματα.

3.4.2 BOOK VALUE (ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ)

Η Λογιστική αξία είναι η διαφορά μεταξύ του ιστορικού κόστους κτήσης και των συσσωρευμένων μειώσεων (αποσβέσεις, εξαλείψεις, εξαντλήσεις).

Η μέθοδος της λογιστικής αξίας αποτελεί μια από τις πλέον χρησιμοποιούμενες μεθόδους αποτίμησης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας επιχείρησης ισούται με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών που εμφανίζονται στον Ισολογισμό της. Από την άλλη πλευρά, η αξία των συνολικών ιδίων κεφαλαίων μπορεί να υπολογιστεί αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού, το σύνολο των υποχρεώσεων που εμφανίζονται στο σκέλος του παθητικού. Δηλαδή η αξία μιας επιχείρησης εκφράζεται από τη σχέση:

Αν και χρησιμοποιείται πολύ συχνά η μέθοδος ως προς τον προσδιορισμό της αξίας τη επιχείρησης, παρουσιάζει δυο ιδιαίτερα μειονεκτήματα που έχουν σαν αποτέλεσμα η λογιστική αξία της επιχείρησης να μην είναι ίδια με την αγοραία αξία (marketvalue).

Για παράδειγμα έστω ότι η υποθετική επιχείρηση «J&P» εμφανίζει τον παρακάτω Ισολογισμό:

Πίνακας 1. Κατάσταση Ισολογισμού εταιρείας «J&P»

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΑΘΗΤΙΚΟ
Πάγια 150	Ίδια κεφάλαια 130 (Μακρ/σμες)
Αποθέματα 50	Υποχρεώσεις 40 (Βραχ/σμες)
Λογ/μοί Εισπρακτέοι 20	Υποχρεώσεις 10
Ταμιακά Διαθέσιμα 10	Πληρωτέοι 50
ΣΥΝΟΛΟ	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ= 230	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ=270

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να υπολογιστεί αν από το σύνολο του ενεργητικού αφαιρεθεί το σύνολο των υποχρεώσεων ($230-40-10-50=130$)

Ο επαναπροσδιορισμός της αξίας μιας εταιρείας με τη μέθοδο της λογιστικής αξίας εμφανίζει σημαντικά μειονεκτήματα. Βασικό μειονέκτημα είναι το γεγονός ότι βασίζεται σε ιστορικά δεδομένα με αποτέλεσμα να μην συμπεριλαμβάνει τις συνθήκες και τους κινδύνους που θα πρέπει να αντιμετωπίσει η επιχείρηση στο μέλλον. Το δεύτερο μειονέκτημα είναι ότι κάποιες φορές τα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων εμπεριέχουν λάθη οπότε το αποτέλεσμα της αποτίμησης δεν θα είναι αντιπροσωπευτικό.

3.4.3 ADJUSTED BOOK VALUE (ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ)

Πρόκειται για μια μέθοδος που ασχολείται κυρίως με την αποτίμηση των εισηγμένων επιχειρήσεων. Η αξία υπολογίζεται όπως στην μέθοδο της λογιστικής αξίας μόνο που τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται είναι αναμορφωμένα από τους ορκωτούς ελεγκτές όπως για παράδειγμα η αφαίρεση ενδεχομένων αρνητικών υπεράξιών, προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις και αμφισβητούμενων οφειλών της εταιρείας κλπ.

Η αποτίμηση της αξίας της εταιρείας με τη μέθοδο της αναπροσαρμοσμένης αξίας δεν λαμβάνει καθόλου υπόψη τα «άυλα» στοιχεία (Goodwill) της εταιρείας, όπως το όνομα της εταιρείας στην αγορά, δίκτυο πωλήσεων, η δυνατότητα της εταιρείας να δημιουργεί μελλοντικά κέρδη κ.α.

Επιπλέον αντιμετωπίζει τις ατέλειες που υπάρχουν στις λογιστικές καταστάσεις και προσπαθεί να προσεγγίσει όσο γίνεται περισσότερο την πραγματική αξία της επιχείρησης. Η προσαρμογή των οικονομικών στοιχείων του Ισολογισμού αφορά κυρίως στην αποτύπωση των στοιχείων αυτών στην αγοραία τους αξία. Κατ' επέκταση, και η αξία των συνολικών ιδίων κεφαλαίων που υπολογίζεται είναι εξίσου προσαρμοσμένη στην αξία της αγοράς.

Σε συνέχεια του προηγούμενου παραδείγματος κάνουμε τις παρακάτω προσαρμογές στα δεδομένα του **πίνακα 1**.

- Οι εισπρακτέοι Λογαριασμοί διαμορφώνονται στα 15.000 μετά την αφαίρεση 5.000 που αφορούν επισφαλείς απαιτήσεις
- Η αξία των αποθεμάτων ανέρχεται σε 58.000
- Τα περιουσιακά στοιχεία ισούται με 180.000

Firm value = book value of all assets

Με βάση τα παραπάνω η διαμόρφωση του πίνακα έχει ως εξής:

Πίνακας 2. Αναπροσαρμογή Ισολογισμού σε τρέχουσες αξίες εταιρείας «J&P»

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΑΘΗΤΙΚΟ
Πάγια 180	Ίδια κεφάλαια 163 (Μακρ/σμες)
Αποθέματα 58	Υποχρεώσεις 40 (Βραχ/σμες)
Λογ/μοί Εισπρακτέοι 15	Υποχρεώσεις 10
Ταμιακά Διαθέσιμα 10	Πληρωτέοι 50
ΣΥΝΟΛΟ	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ=263	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ=263

Παρατήρηση: Η αναμορφωμένη λογιστική αξία των συνολικών ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, ανέρχεται σε 163.000 δηλαδή υπερβαίνει τη λογιστική τους αξία κατά 33.000.

3.4.4 LIQUIDATION VALUE (ΑΞΙΑ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ)

Είναι μια μέθοδος την οποία την χρησιμοποιούμε έτσι ώστε να μπορέσει να πουλήσει η εταιρεία όλα τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της και να ξεχρεώσει όλες τις υποχρεώσεις της. Την συγκεκριμένη μέθοδο την συναντάμε κυρίως σε εταιρείες οι οποίες μπορούν να πουλήσουν ξεχωριστά και αυτόνομα τα πάγια περιουσιακά τους στοιχεία.

Για παράδειγμα ο προσδιορισμός της αξίας ρευστοποίησης μιας κτηματομεσιτικής εταιρείας είναι σχετικά εύκολος, αφού τα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτει, μπορούν να πωληθούν ξεχωριστά. Αντίθετα ο προσδιορισμός της αξίας ενός επώνυμου προϊόντος, όπως η Sephora είναι αρκετά δύσκολος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα περιουσιακά στοιχεία που σχετίζονται με το προϊόν όχι μόνο είναι άυλα αλλά και δύσκολο να απομονωθούν, καθώς χρησιμοποιούνται από κοινού με άλλα προϊόντα.

Η χρησιμότητα της μεθόδου αυτή είναι περιορισμένη, σε περίπτωση εξαγοράς μιας επιχείρησης με σκοπό τη ρευστοποίηση της μελλοντικά ή σε περίπτωση που η εταιρεία είναι ζημιογόνος χωρίς κάποια μελλοντική προοπτική τότε η αξία ρευστοποίησης εκφράζει ελάχιστη αξία της επιχείρησης. Και αυτό έχει αποδειχθεί από έρευνες αναλυτών, ότι η μιας δρώσας επιχείρησης, η οποία συνεχίζει κανονικά τη δραστηριότητα της κανονικά, υπερβαίνει πάντοτε την αξία ρευστοποίησης της.

3.4.5 REPLACEMENT VALUE (ΑΞΙΑ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ)

Η αξία αντικατάστασης αποτυπώνει την επένδυση που είναι αναγκαία για την δημιουργία μιας επιχείρησης με απόλυτα όμοια χαρακτηριστικά και με συνθήκες λειτουργίας όμοια με αυτά που διαθέτει η εταιρεία που πρόκειται να αποτιμηθεί. Έτσι θα μπορούσε να ειπωθεί ότι διαμέσου της μεθόδου αυτής μπορεί να γίνει η εκτίμηση του κόστους που χρειάζεται για την αντιγραφή ή την αντικατάσταση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιεί σήμερα η συγκεκριμένη επιχείρηση λαμβάνοντας υπόψη όμως και την τεχνολογική απαξίωση. Αρά συμπεραίνεται ότι η μέθοδος της αξίας αντικατάστασης είναι αντίθετη από εκείνη της αξίας ρευστοποίησης. Σαν γενική αρχή για τον υπολογισμό της αξίας αντικατάστασης ισχύει ότι αυτή δεν πρέπει να περιλαμβάνει την αξία εκείνων των παγίων τα οποία δεν συμμετέχουν ενεργά στις λειτουργίες-δραστηριότητες της επιχείρησης. Για τον σκοπό αυτό έχουν οριστεί τρεις τύποι αξίας αντικατάστασης οι οποίοι είναι:

1. Μικτή αξία αντικατάστασης: ορίζεται η αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης αποτιμημένα σε τρέχουσες τιμές.
2. Καθαρή η διορθωμένη αξία αντικατάστασης: η καθαρή αξία αντικατάστασης προκύπτει με την αφαίρεση των υποχρεώσεων της επιχείρησης από την μικτή αξία αντικατάστασης. Έτσι λοιπόν πρόκειται για αναπροσαρμοσμένη αξία των συνολικών ιδίων κεφαλαίων.
3. Μειωμένη μικτή αξία αντικατάστασης: είναι η μικτή αξία αντικατάστασης από την οποία αφαιρείται η αξία τόσο των βραχυπρόθεσμων όσο και των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τρίτους. Έτσι λοιπόν η αξία αυτή ισούται με το σύνολο του παθητικού μείον τις μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

3.5 ΜΕΘΟΔΟΙ ΣΤΗΡΙΖΟΜΕΝΟΙ ΣΤΗΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Είναι γεγονός ότι ανατρέχοντας στη βιβλιογραφία διαπιστώνει κανείς την ύπαρξη κυριολεκτικά χιλιάδων μοντέλων προεξόφλησης ταμιακών ροών, αφού σχεδόν κάθε επενδυτική τράπεζα ή εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων έχει αναπτύξει και ένα δικό της εκλεπτυσμένο μοντέλο DCF. Στην πραγματικότητα όμως τα μοντέλα αυτά μπορούν να διαφέρουν μεταξύ τους μόνο ως προς κάποιες συγκεκριμένες παραμέτρους. Πάνω σε αυτό κάνει αναφορά κυρίως ο Moskowitz.

3.5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Ωστόσο το μοντέλο εκτίμησης των Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο εκτίμησης αξίας εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών παγκοσμίως. Με την εφαρμογή αυτών, εξετάζουμε την επιχείρηση σε βάθος, αναλύοντας την απόδοση της κατά τη διάρκεια των χρόνων και τη δυνατότητα της να δημιουργεί ταμιακά διαθέσιμα.

Σε γενικές γραμμές τα μοντέλα προεξόφλησης ταμιακών ροών στηρίζονται σε λεπτομερείς και προσεκτικές προβλέψεις, για κάθε οικονομικό στοιχείο που σχετίζεται με τη δημιουργία ταμιακών ροών από τις συνήθεις δραστηριότητες της εταιρείας, όπως για παράδειγμα για τις πωλήσεις, τα έξοδα των λειτουργιών Διάθεσης, το κόστος παραγωγής, την αποπληρωμή των δανειακών υποχρεώσεων κ.α.

Μελετώντας όμως τη μέθοδο αυτή, παρατηρούμε ότι ο επενδυτής δεν ενδιαφέρεται για τα λογιστικά κέρδη της εταιρείας αλλά για τα ταμιακά πλεονάσματά της, στόχος της είναι το καθαρό κέρδος της εταιρείας το οποίο είτε θα το εισπράξει για να έχει κεφάλαια κίνησης είτε θα τα επενδύσει εκ νέου, έτσι ώστε να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης. Δηλαδή, η εν λόγω μέθοδος, υπολογίζει το σύνολο των στοιχείων του Ενεργητικού μιας επιχείρησης προεξοφλώντας τις μελλοντικές ταμιακές ροές.

3.5.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΜΕΘΟΔΟΥ

Οι κυριότεροι τρόποι για την εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης ταμιακών ροών είναι 3. Οι σχετικές ταμιακές ροές και τα προεξοφλητικά επιτόκια (discount rates) είναι διαφορετικά σε κάθε περίπτωση. Πιο συγκεκριμένα:

- Μπορεί να αποτιμηθεί μόνο η Καθαρή Θέση (equity valuation) της επιχείρησης. Η μέθοδος αυτή στηρίζεται αποκλειστικά στην χρηματοοικονομική κατάσταση του ισολογισμού, η καθαρή θέση είναι ουσιαστικά τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Κατά τη διάρκεια της αποτίμησης πρέπει να εφαρμόζονται πιστά όλες οι λογιστικές αρχές και πρακτικές να γίνονται δεκτές (π.χ. για τα έξοδα ίδρυσης και εγκατάστασης) παρόλο που αυτές αλλοιώνουν την οικονομική και χρηματοοικονομική εικόνα της επιχείρησης. Η λογική της πιστής τήρησης των λογιστικών κανόνων, αρχών και πρακτικών χωρίς τον γνώμονα της οικονομικής αξίας των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού, έρχεται σε ευθεία σύγκρουση με τη λογική και του ρόλου του αποτιμητή.

Το μοναδικό πρόβλημα που μπορεί να δημιουργεί η συγκεκριμένη μέθοδος είναι η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) διότι βασικό χαρακτηριστικό της είναι το γεγονός ότι θεωρεί ότι η εταιρεία αξίζει όσο η καθαρή θέση, συνεπώς σημαντικότερο στοιχείο υπολογισμού είναι ο ισολογισμός της εταιρείας και όχι οι υπόλοιπες λογιστικές καταστάσεις. Αυτό σημαίνει ότι ο ορκωτός ελεγκτής και ο μελετητής θα κληθεί να βρει ποια από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης δεν χρησιμοποιούνται από την ίδια αλλά έχουν δοθεί σε άλλες επιχειρήσεις ή πρόσωπα για χρήση, ενώ αντίθετα θα κληθεί να βρει ποια περιουσιακά στοιχεία άλλων επιχειρήσεων ή προσώπων χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση. Η διαφορά αυτή τροποποιεί σημαντικά τα υπολογισθέντα στοιχεία και το πρόσωπο που θα εκτελέσει τη διαδικασία αποτίμησης, θα πρέπει να ελέγξει ολόκληρη την διαδικασία λογιστικής καταχώρησης και χάραξης της λογιστικής πολιτικής και αρχών της επιχείρησης.

Η αξία της καθαρής θέσης προσδιορίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to Equity}_t}{(1 + k_e)^t}$$

Όπου:

Value of Equity = Η αξία της Καθαρής Θέσης (Ιδίων Κεφαλαίων)

CF to equity_t = Οι Ταμειακές Ροές Προς την Καθαρή Θέση στην περίοδο t

k_e = Το Κόστος της Καθαρής Θέσης

Αυτό σημαίνει ότι η εκτιμώμενη αξία της καθαρής θέσης προέρχεται από την αφαίρεση της αξίας των υποχρεώσεων της εταιρείας από την εκτιμώμενη αξία των περιουσιακών της στοιχείων.

Μια ειδική περίπτωση της αποτίμησης της καθαρής θέσης αποτελεί το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend Discount Model), όπου η αξία της καθαρής θέσης της εταιρείας ισούται με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών μερισμάτων. Ο λόγος είναι ότι τα μερίσματα αποτελούν τις κύριες ταμιακές ροές που αναμένουν οι μέτοχοι από την εταιρεία. Παραλλαγή του μοντέλου αυτού αποτελεί το μοντέλο προεξόφλησης των υπερκερδών (Discounted Abnormal Earnings Valuation Model) της προεξόφλησης των ταμιακών ροών.

- Ο δεύτερος τρόπος είναι να αποτιμηθεί η εταιρεία ως σύνολο (firm valuation), δηλαδή συνυπολογίζονται και οι απαιτήσεις των υπολοίπων ενδιαφερόμενων μερών, πέρα της καθαρής της θέσης. Έτσι η αξία της εταιρείας προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμιακών ροών της (free cash flow), δηλαδή των υπολειμματικών ταμιακών ροών μετά την αφαίρεση όλων των εξόδων, των αναγκών επανεπένδυσης και των φόρων και οποιαδήποτε πληρωμή στους μετόχους και στους δανειστές της εταιρείας. Η προεξόφληση των ελεύθερων ταμιακών ροών της επιχείρησης γίνεται βάση του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC), βάση του οποίου οι συντελεστές στάθμισης στηρίζονται στην αναλογία της κεφαλαιακής δομής της εταιρείας.

Τα παραπάνω προσδιορίζονται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_{toFirm_t}}{(1 + WACC)^t}$$

Όπου:

CF to Firm_t= οι ελεύθερες ταμιακές ροές της εταιρείας στην περίοδο t

WACC= Weighted Average Cost of Capital.

Αναλυτικότερα για το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC) είναι ο μέσος όρος του κόστους των διαφορετικών παραγόντων κεφαλαίου. Επειδή όμως η συμμετοχή του κάθε παράγοντα στο μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης δεν είναι ισόποση, πρέπει να πάρουμε το σταθμισμένο μέσο όρο κόστους. Πρέπει δηλαδή να συνυπολογίσουμε το ποσοστό συμμετοχής του κάθε παράγοντα κεφαλαίου της επιχείρησης. Αν θεωρήσουμε ότι η κάθε επιχείρηση έχει τρεις πηγές κεφαλαίου (κοινές μετοχές- προνομιούχες μετοχές-ομολογίες), ο τύπος υπολογισμού του μέσου σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου είναι το άθροισμα των τριών γινομένων εκάστοτε κόστους επί το αντίστοιχο ποσοστό συμμετοχής του συγκεκριμένου παράγοντα στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης.

$$WACC = K_S * \frac{\text{κοινές μτχ}}{\text{μετοχικό κεφ}} + K_{ps} * \frac{\text{προνομ. μτχ}}{\text{μετοχικό κεφ}} + K_d * \frac{\text{ομολογίες}}{\text{μετοχικό κεφ}}$$

Σε αρκετές περιπτώσεις οι εταιρείες επιδιώκουν να έχουν ένα συγκεκριμένο κόστος κεφαλαίου με αποτέλεσμα οι σχετικές αποφάσεις να παίρνονται με κύριο σκοπό την επίτευξη του επιθυμητού σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου.

- Ο τρίτος τρόπος αφορά στην τμηματική αποτίμηση της εταιρείας ξεκινώντας από την αξία των βασικών της λειτουργιών και προσθέτοντας την επίδραση του δανεισμού και των υπολοίπων απαιτήσεων στην εκτιμώμενη αξία. Η μέθοδος αυτή είναι γνωστή ως μοντέλο Αναπροσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value) και ξεκινάει με την αποτίμηση της καθαρής θέσης της εταιρείας και προβλέπεται η προστιθέμενη ή αφαιρούμενη αξία του δανεισμού.

3.6 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (DISCOUNT DIVIDEND METHOD)

3.6.1 ΓΕΝΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ

Το μοντέλο προεξοφλήσεως μερισματικών ροών θεωρεί ότι η τιμή της κοινής μετοχής μιας επιχείρησης αντικατοπτρίζεται στην παρούσα αξία όλων των μελλοντικών μερισματικών ροών που επρόκειτο να πληρώσει η επιχείρηση στους μετόχους της. Στον τύπο που ακολουθεί περιγράφεται η παραπάνω θεωρία:

$$V_j = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty} =$$
$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

Όπου:

V_j = η τιμή της κοινής μετοχής j

D_t = μέρισμα κατά την περίοδο t

K = απαιτούμενη τιμή απόδοσης επί την τιμή της μετοχής j

Τα μοντέλα προεξοφλήσεως μερισμάτων, τα οποία προτάθηκαν από τον John Burr Williams το 1938, βασίζονται πάνω στη γενική ιδέα όπου η αξία μιας μετοχής σήμερα ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών που πιθανόν να εισπράξει ένας ενδεχόμενος επενδυτής. Λαμβάνοντας υπόψη ότι ένα χρηματικό ποσό

σήμερα έχει μεγαλύτερη αξία από το ίδιο ποσό που αναμένεται να εισπραχθεί στο μέλλον και μειώνοντας την αξία κάθε επερχόμενης ταμιακής εισροής ανάλογα με το πόσο μακροπρόθεσμα πρόκειται να εισπραχθεί, προκύπτει η παρούσα αξία της μετοχής. Στα μοντέλα αποτίμησης με τη μέθοδο προεξόφλησης μερισμάτων, λέγοντας μελλοντική ταμιακή ροή, εννοούμε τα μερίσματα που αναμένεται να μοιράσει η επιχείρηση στους μετόχους της μετά από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της. Άρα τα μερίσματα είναι μία μεταβλητή των κερδών, δηλαδή ένα υποσύνολο των λογιστικών κερδών, μιας και μόνο αυτά μπορεί να μοιράσει μία εταιρεία στους μετόχους της.

Με τη χρήση των εν λόγω μεθόδων, καθίσταται δυνατό κάθε αναλυτής να καταλήγει στο συμπέρασμα σχετικά με την τιμή της μετοχής, δηλαδή εάν είναι σωστά τιμολογημένη, υπεριτιμημένη ή υποτιμημένη. Όταν κάποιος μέτοχος αγοράσει μία κοινή μετοχή, οι αναμενόμενες ταμιακές ροές που θα εισπράξει είναι το μερίσμα καθώς και η αγοραία τιμή από την πώληση της συγκεκριμένης μετοχής.

Ας υποθέσουμε ότι η μετοχή πωλείται στο τέλος του δεύτερου έτους η σημερινή παρούσα αξία της μετοχής θα υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο, ο οποίος συγχρόνως αποτελεί και τη γενική εξίσωση της μεθόδου προεξόφλησης μερισμάτων:

$$V_j = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{SP_{j2}}{(1+K)^2}$$

Σύμφωνα με τον νέο τύπο ο οποίος έχει προκύψει από την πώληση της μετοχής, η τιμή της μετοχής είναι ίση με τα μερίσματα των δύο ετών συν την τιμή πώλησης (SP) την μετοχή j κατά του τέλους του δεύτερου έτους. Η αναμενόμενη τιμή πώλησης της μετοχής στο τέλος του δεύτερου έτους, απλώς ενσωματώνει την αξία όλων των μελλοντικών μερισματικών ροών που δεν θα εισπράξει πλέον ο μέτοχος. Το παραπάνω θα μπορούσαμε να το εκφράσουμε ως εξής:

$$SP_{j2} = \frac{D_3}{(1+K)^3} + \frac{D_4}{(1+K)^4} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty}$$

Αν η τιμή πώλησης (SP_{j2}) προεξοφλούνταν στην παρούσα αξία με συντελεστή $1/(1+K)^2$ η παραπάνω εξίσωση θα είχε ως εξής:

$$PV(SP_{j2}) = \frac{\frac{D_3}{(1+K)^3} + \frac{D_4}{(1+K)^4} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty}}{(1+K)^2} =$$

$$= \frac{D_3}{(1+K)^3} + \frac{D_4}{(1+K)^4} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty}$$

Η οποία αποτελεί απλώς μια προέκταση της αρχικής εξίσωσης. Συνοψίζοντας τα αποτελέσματα των παραπάνω εξισώσεων καταλήγουμε ότι οποτεδήποτε πωληθεί η μετοχή, η αξία της (στην προκειμένη περίπτωση η τιμή πώλησης σε χρονική περίοδο t) ισούται με την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών μερισματικών ροών. Επομένως, όταν η τελική αξία προεξοφλείται στο παρόν, μας παραπέμπει πίσω στο μοντέλο προεξόφλησης των μερισματικών ροών. Δηλαδή η λειτουργία μιας επιχείρησης φαίνεται να εκτείνεται στο διηνεκές.

3.6.2 ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΑΠΕΙΡΩΝ ΠΕΡΙΟΔΩΝ ΔΙΑΚΡΑΤΙΣΗΣ

Σ' αυτή την περίπτωση θα μπορούσαμε να αναπτύξουμε το μοντέλο το οποίο χρησιμοποιήσαμε στην περίπτωση πολλαπλών περιόδων διακράτησης εφαρμόζοντας το για περιόδους οι οποίες τείνουν στο άπειρο. Τα οφέλη που προκύπτουν από την ανάπτυξη του μοντέλου θα μπορούσαμε να τα χαρακτηρίσουμε μηδενικά, επειδή στην άμεση πραγματικότητα, δεν υπάρχει περίοδος διακράτησης ενός χρηματοοικονομικού στοιχείου να τείνει στο άπειρο, εκτός αν πρόκειται για τον ιδιοκτήτη της επιχείρησης.

Θα το χαρακτηρίζαμε άσκοπο να επισημάνουμε ότι θα πρέπει να θέσουμε κάποιες προϋποθέσεις για λόγους απλούστευσης όσον αφορά τις μελλοντικές ροές των μερισμάτων έτσι ώστε να καταστεί μοντέλο εφαρμόσιμο. Ίσως η βασικότερη από αυτές τις προϋποθέσεις είναι ότι οι μελλοντικές μερισματικές ροές αυξάνονται σταθερά για χρονική περίοδο που τείνει στο άπειρο. Το μοντέλο αυτό θα μπορούσαμε να το γενικεύσουμε ως εξής:

$$V_j = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+k)^n}$$

V_j = η τιμή της κοινής μετοχής j

D_0 = η καταβολή του μερίσματος την τρέχουσα χρήση

k = απαιτούμενη τιμή απόδοσης επί την τιμή της μετοχής j

g = ο σταθερός συντελεστής ανάπτυξης των μερισμάτων

n = η χρονική περίοδος η οποία τείνει στο άπειρο

Η απλούστευση του παραπάνω μοντέλου είναι ως εξής :

$$V_j = \frac{D_1}{(k - g)}$$

Η παραπάνω σχέση αποτελεί μια εξίσωση η οποία χρησιμοποιείται ευρέως στη χρηματοδότηση επιχειρήσεων για τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Για την εφαρμογή του μοντέλου αυτού πρέπει να υπολογίσουμε την απαιτούμενη απόδοση (k) και την τιμή του συντελεστή ανάπτυξης των μερισμάτων (g). Μετά τον υπολογισμό των προαναφερόμενων παραμέτρων ο υπολογισμός της παραμέτρου D_1 αποτελεί απλή διαδικασία, καθώς $D_1 = D_1(1 + g)$.

3.6.3 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Στην πραγματικότητα ωστόσο η συνήθης πρακτική είναι ότι οι εταιρείες ή εξαγοράζονται ή χρεοκοπούν. Στις περιπτώσεις αυτές οι μέτοχοι μιας επιχείρησης θα λάβουν ένα υπολειμματικό μέρισμα επί των μετοχών τους. Για να υπολογιστούν τα προσδοκώμενα μερίσματα πρέπει να κάνουμε κάποιες παραδοχές σχετικά με την μελλοντική καταβολή των κερδών καθώς και την πορεία πληρωμής μερισμάτων. Η απαιτούμενη απόδοση μιας μετοχής καθορίζεται από τον κίνδυνο της και μετριέται διαφορετικά σε κάθε μοντέλο, ωστόσο μπορεί να εκτιμηθεί με μια από τις παρακάτω μεθόδους:

3.6.3.1 ΜΟΝΤΕΛΟ GORDON

Το Μοντέλο Gordon προτάθηκε το 1956 από τον Gordon και τον Shapiro. Το συγκεκριμένο μοντέλο χρησιμοποιείται για την αποτίμηση μιας εταιρείας στην περίπτωση όπου η εξεταζόμενη εταιρεία βρίσκεται σε σταθερό στάδιο και τα μερίσματά της διακρίνονται από έναν σταθερά αυξανόμενο ρυθμό, δηλαδή ότι έχει τη δυνατότητα να ‘πληρώνει’ μερίσματα κατά έναν ανεπτυγμένο ρυθμό και τον οποίο πρόκειται να διατηρήσει. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μίας μετοχής είναι συνάρτηση με τα προσδοκώμενα μερίσματα της επόμενης περιόδου, την απαιτούμενη απόδοση των

μετοχών (ή κόστος κεφαλαίου), καθώς και με τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων.

Σε βραχυχρόνιο ορίζοντα οι μερισματικές καταβολές μπορούν να αυξάνονται σε ταχύτερο ρυθμό από την κερδοφορία, αν το ποσοστό της μερισματικής απόδοσης μεταβάλλεται αναλόγως. Ειδικότερα, αν τα κέρδη μιας εταιρείας αυξάνονται κατά 6% το χρόνο και αποδίδει ποσοστό 50% επί των κερδών και διατηρώντας την πολιτική αυτή σταθερή, τότε και η μερισματική απόδοση της εταιρείας θα αυξάνει παράλληλα με την κερδοφορία της στο αντίστοιχο ποσοστό.

Στην περίπτωση όπου μια επιχείρηση παρακρατεί μέρος των κερδών της αποκτώντας πάγια περιουσιακά στοιχεία, από τα οποία εν συνεχεία θα αποκομίσει θετικές αποδόσεις, θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας η οποία θα βασίζεται στην αύξηση των παγίων στοιχείων. Η ταχύτητα αύξησης των κερδών σε αυτή την περίπτωση εξαρτάται από:

1. Το ποσοστό παρακράτησης των κερδών που πρόκειται να επανεπενδύσει (σε πάγια στοιχεία)
2. Το ποσοστό απόδοσης των νεοαποκτηθέντων παγίων στοιχείων

Ειδικότερα, ο συντελεστής ανάπτυξης (g) των κερδών ανά μετοχή (χωρίς εξωτερική πηγή χρηματοδότησης), ισούται με το ποσοστό παρακράτησης επί των καθαρών κερδών επί το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων. Αναλυτικότερα:

$$g = RP * ROE$$

επομένως η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει το συντελεστή ανάπτυξης της αυξάνοντας το ποσοστό παρακράτησης επί των κερδών για να επενδύσει σε νέα πάγια τα οποία αυξάνουν την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Εναλλακτικά, η επιχείρηση μπορεί να διατηρήσει το ποσοστό παρακράτησης επί των κερδών σταθερό, αυξάνοντας όμως την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

3.6.3.2 ΚΟΣΤΟΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ

Για την εκτίμηση του κόστους της καθαρής θέσης βρίσκουμε πρώτα τον κίνδυνο που περικλείει η επένδυση και έπειτα υπολογίζουμε την απόδοση χρησιμοποιώντας ένα από τα μοντέλα που συσχετίζουν την απόδοση με τον κίνδυνο (πχ CAPM). Όλα ορίζουν τον

κίνδυνο σε όρους διακύμανσης πραγματικών αποδόσεων γύρω από τον αναμενόμενο μέσο.

3.6.3.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Η

Το Υπόδειγμα Η στηρίζεται στην υπόθεση ότι ο ρυθμός εξέλιξης των κερδών της επιχείρησης αρχικά βρίσκεται σε ένα υψηλό επίπεδο κατά τη διάρκεια της πρώτης περιόδου (εξαιρετικής) αναπτύξεως, έπειτα ελαττώνεται σταθερά κατά τη διάρκεια της υψηλής φάσης εξέλιξης, έως ότου σταθεροποιηθεί. Το υπόδειγμα αυτό προτάθηκε από τους Fuller και Hsia το 1984. Περιλαμβάνει δύο φάσεις και προϋποθέτει τη σταθερότητα του ποσοστού διανομής μερισμάτων στους μετόχους και του κόστους των ιδίων κεφαλαίων καθ' όλη τη διάρκεια μετατροπών του ρυθμού αύξησης. Η αξία της μετοχής, σύμφωνα με το παρών υπόδειγμα, προσδιορίζεται από τον τύπο που ακολουθεί

$$P_0 = \frac{DPS_T * (1 + g_n)}{K_e - g_n} + \frac{DPS_T * H * (g_a + g_n)}{K_e - g_n}$$

P₀ = Η Αξία της Μετοχής Σήμερα

DPS_t = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα ανά Μετοχή περιόδου t

k_e = Το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων

g_a = Ο Αρχικός Ρυθμός Ανάπτυξης

g_n = Ο Σταθερός Ρυθμός Ανάπτυξης στο Τέλος της Υψηλής Περιόδου

Ανεπύχθη το Υπόδειγμα Η γιατί αντιμετωπίζαμε το πρόβλημα της απότομης μετατροπής του ρυθμού ανάπτυξης από το στάδιο της υψηλής σε εκείνο της σταθερής αύξησης. Από την άλλη μεριά, το υπόδειγμα αυτό θεωρεί σταθερά το ποσοστό διανομής κερδών και το κόστος κεφαλαίου. Όμως μειώνοντας ο ρυθμός εξέλιξης, συνήθως έχουμε αύξηση στο ποσοστό διανομής κερδών, άρα η εφαρμογή του μοντέλου αυτού καθίσταται αδύνατη σε εταιρείες που έχουν χαμηλά ή καθόλου μερίσματα. Άρα το Υπόδειγμα Η αφορά σε επιχειρήσεις οι οποίες εξελίσσονται ραγδαία, αλλά η εξέλιξη αυτή προβλέπεται να ελαττωθεί σταδιακά με το πέρασμα των ετών, αφού οι επιχειρήσεις αναπτύσσονται και ύστερα χάνουν το συγκριτικό πλεονέκτημα ως προς τους ανταγωνιστές τους.

3.7 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DISCOUNTED FREE CASH FLOW METHOD)

3.7.1 ΓΕΝΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ

Τα μοντέλα τα οποία βασίζονται στην Προεξόφληση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών, ουσιαστικά αποτελούν τροποποίηση της μεθόδου Προεξόφλησης Μερισμάτων. Η Discounted Free Cash Flow Method θεωρείται η πιο διαδεδομένη μέθοδος σε παγκόσμιο επίπεδο, όσον αφορά στην αποτίμηση επιχειρήσεων, και συγκεκριμένα στην ειδική περίπτωση της εξαγοράς και της συγχώνευσης εταιρειών. Εφαρμόζεται ακόμα και σε επιχειρήσεις οι οποίες δεν 'πληρώνουν' μερίσματα ή ακόμα και αν δίδουν μέρισμα, τα μερίσματα αυτά δεν είναι ανάλογα με εκείνα τα οποία θα μπορούσε πραγματικά να διαθέσει η εν λόγω επιχείρηση.

Η ύπαρξη ελεύθερων ταμιακών ροών στην επιχείρηση αποτελεί κύριο χαρακτηριστικό για την αξιολόγηση της ελκυστικότητας της αγοράς μιας μετοχής, διότι όπως είναι φυσικό, οι επενδυτές, γενικά, απέχουν από την επένδυση σε επιχειρήσεις χωρίς ελεύθερες ταμιακές ροές. Αυτό οφείλεται στο ότι έχοντας η συγκεκριμένη εταιρεία ελεύθερες ταμιακές ροές, καθίσταται αυτομάτως, ικανή να διαθέσει μερίσματα στους μετόχους της (και αν χρησιμοποιήσει κατάλληλα τις επενδυτικές της ευκαιρίες, θα είναι πιο αποδοτική). Αντιθέτως, θα αναγκαστεί να προβεί στη λήψη δανείου ή την αύξηση της καθαρής της θέσης.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής της. Με τον όρο ελεύθερες ταμιακές ροές εννοούμε τις καθαρές λειτουργικές ταμιακές ροές της επιχείρησης αφαιρούμενες κατά τις καθαρές επενδυτικές ροές της, καθώς επίσης και από τις καταβολές της για την ρύθμιση των φορολογικών της υποχρεώσεων. Με άλλα λόγια, ελεύθερες ταμιακές ροές ορίζονται ως τα χρηματικά ποσά που έχουν επιτευχθεί κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής περιόδου και τα οποία είναι διαθέσιμα στους μετόχους της επιχείρησης, ύστερα από την εξόφληση όλων των λειτουργικών της εξόδων (και των φόρων), καθώς και την κάλυψη των επενδυτικών της αναγκών και των απαιτήσεων σε κεφαλαίο κίνησης, έτσι ώστε να συνεχιστεί η άριστη λειτουργία της εταιρείας, και εφόσον δεν υφίσταται εξωτερικός δανεισμός.

Σύμφωνα με τα ως άνω, ο γενικός τύπος για την εύρεση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών είναι ο εξής:

Ελεύθερες Ταμιακές Ροές = Καθαρό Κέρδος

+Καθαρές Μη Ταμιακές Χρεώσεις

+Τόκοι * (1- Φόροι)

-Επενδύσεις σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία

-Επενδύσεις σε Κεφάλαιο Κίνησης

- Τα Καθαρά Κέρδη αποτελούν τα Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσεως στην Κατάσταση Λογαριασμού Αποτελεσμάτων Χρήσεως μειωμένα κατά τους εταιρικούς φόρους.
- Με τον όρο Καθαρές Μη Ταμιακές Χρεώσεις εννοούμε τις μη ταμειακές αυξήσεις ή μειώσεις στο διαθέσιμο εισόδημα, όπως οι αποσβέσεις.
- Τα έξοδα για τους τόκους είχαν αφαιρεθεί προηγουμένως για τον προσδιορισμό του καθαρού αποτελέσματος και διότι θεωρούνται διαθέσιμη ταμιακή ροή για τους επενδυτές της εταιρείας. Επομένως, θα πρέπει να προστεθεί το καθαρό αποτέλεσμα κατά τα Μετά Φόρων Έξοδα για τους Τόκους.
- Οι Επενδύσεις σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία, δηλαδή η εξαγορά άλλης εταιρείας, ή απλά η αγορά οικοπέδου, κτιρίου, μηχανολογικού εξοπλισμού, θεωρείται αναγκαία ταμιακή εκροή για την περεταίρω εξέλιξη καθώς και τη βιωσιμότητα οποιασδήποτε εταιρείας.
- Τέλος, το Κεφάλαιο Κίνησης ισοδυναμεί με το κυκλοφορούν ενεργητικό μειωμένο κατά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Κατά την ως άνω υπόθεση, δηλαδή αν δεν υπάρχει εξωτερικός δανεισμός, θα έχουμε ως αποτέλεσμα οι ελεύθερες ταμειακές ροές να ισούνται με τις ταμειακές ροές προς την καθαρή θέση. Αναλυτές υποστηρίζουν ότι η επιλογή προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών ή ταμειακών ροών καθαρής θέσης εξαρτάται από το ποιος είναι ο σκοπός της αποτίμησης, δηλαδή η εκτίμηση της εταιρείας σαν σύνολο ή ο υπολογισμός της αξίας της καθαρής της θέσης. Και οι δύο μέθοδοι, αν εφαρμοστούν σωστά, επιφέρουν την ίδια εκτιμώμενη αξία. Παρόλα αυτά, η προεξόφληση των ταμειακών ροών καθαρής θέσης δεν διαθέτει αρκετές πληροφορίες όσον αφορά στις πηγές δημιουργίας αξίας. Επίσης, όταν υπάρχουν τροποποιήσεις στις οικονομικές τεχνικές χρηματοδότησης της εκάστοτε επιχείρησης (κατά το πέρας των ετών), η εκτίμησή τους καθίσταται ιδιαίτερα επίπονη διότι κατά τον προσδιορισμό τους εισάγονται και οι πληρωμές για τις δανειακές υποχρεώσεις της εταιρείας. Αντιθέτως, οι ελεύθερες ταμειακές ροές, οι οποίες προτείνονται από τους αναλυτές, μένουν ανεπηρέαστες ως προς τα επίπεδα δανεισμού της εταιρείας διότι είναι μειωμένες κατά τους τόκους.

3.7.2 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ FCFF ΚΑΙ FCFE

Προσεγγίζοντας με διαφορετικό τρόπο τη μέθοδο αυτή, μπορούμε να πούμε ότι υπάρχουν δύο είδη υποδειγμάτων, των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών ως προς την Επιχείρηση (FCFF) και των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών ως προς τους Μετόχους (FCFE). Οι διαφορές που παρατηρούνται ανάμεσά τους αναφέρονται παρακάτω:

- Οι FCFF εξαρτώνται από τα Λογιστικά Κέρδη, δηλαδή πριν από την εξόφληση χρεών, ενώ οι FCFE από τα Καθαρά Κέρδη.
- Το μοντέλο προεξόφλησης FCFF χρησιμοποιεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου ως προεξοφλητικό επιτόκιο, ενώ το μοντέλο FCFE χρησιμοποιεί το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων.
- Τέλος, με τη χρήση του μοντέλου προεξόφλησης Χρηματοροών προς την Επιχείρηση η παρούσα αξία των ταμειακών ροών φανερώνει την Αξία της Επιχείρησης σαν σύνολο, ενώ το μοντέλο Χρηματοροών προς τους Μετόχους, την Αξία των Μετοχών.

Όσον αφορά στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, η μεθοδολογία τους επιτάσσει τη σύνταξη Κατάστασης Ταμειακών Ροών, σε αντίθεση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, τα οποία δεν προβλέπουν κάτι τέτοιο. Με βάση την κατάσταση αυτή, οι ταμειακές ροές κατατάσσονται στις εξής τρεις κατηγορίες:

- Τις Επιχειρηματικές ή Λειτουργικές δραστηριότητες, που αφορούν σε ταμειακές ροές προερχόμενες από συναλλαγές οι οποίες σχετίζονται με το λειτουργικό κύκλωμα της εταιρείας. Γενικά περιλαμβάνουν όλες τις συναλλαγές που επιδρούν στο κυκλοφορούν ενεργητικό και στις τρέχουσες υποχρεώσεις (εκτός από έκδοση - εξόφληση πληρωτέου γραμματίου), καθώς επίσης και τις μεταβολές σε λογαριασμούς παγίων που επηρεάζουν άμεσα το καθαρό κέρδος (όπως συσσωρευμένες αποσβέσεις).
- Τις Επενδυτικές Δραστηριότητες, οι οποίες αφορούν σε συναλλαγές για εισροή – εκροή πάγιου περιουσιακού στοιχείου, για παράδειγμα αγοραπωλησία γηπέδων, μηχανολογικού εξοπλισμού, τίτλων άλλων εταιρειών, όπως μετοχές και ομόλογα, καθώς επίσης και το δανεισμό χρημάτων σε άλλη εταιρεία.
- Τις Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες, που σχετίζονται με τις εισροές – εκροές που αφορούν στο πώς αποκτήθηκαν τα αναγκαία χρηματικά ποσά για τη χρηματοδότηση των λειτουργικών καθώς και των επενδυτικών δραστηριοτήτων της εταιρείας. Με άλλα λόγια, περιλαμβάνουν συναλλαγές με τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης, όπως στην περίπτωση της έκδοσης ομολόγων, και πληρωμής μερισμάτων στους μετόχους. Γενικά είναι ο δανεισμός από πιστωτές ή η αποπληρωμή τους.

Επομένως, σύμφωνα με την ανάλυση των δραστηριοτήτων αυτών, ο παραπάνω τύπος θα αποκτήσει την ακόλουθη μορφή:

Ελεύθερες Ταμειακές Ροές = Ταμειακές Ροές από λειτουργικές Δραστηριότητες

+Τόκοι * (1- Φόροι)

-Επενδύσεις σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία

Διευκρινίζουμε ότι οι Επενδύσεις σε Κεφάλαιο Κίνησης δεν αφαιρούνται από τον παραπάνω τύπο διότι οι επενδύσεις αυτές συγκαταλέγονται ήδη στις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Όσον αφορά στο μέγεθος των ταμειακών ροών, οι αναλυτές θα πρέπει να κάνουν πρόβλεψη, είτε με την εκτίμηση κάθε συντελεστή του ως άνω τύπου ξεχωριστά, είτε αρχικά με της ιστορικής ταμιακής ροής και στη συνέχεια την προσθήκη σε αυτήν ενός σταθερού ρυθμού αύξησης, όπως θα παρουσιάσουμε παρακάτω.

Σε αυτό το σημείο, όμως, θα προβούμε σε μία σύντομη ανασκόπηση στους παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγή ελεύθερων ταμειακών ροών. Αυτοί είναι οι εξής:

- Η σωστή διαχείριση των διαθεσίμων και του κεφαλαίου κίνησης.
- Η πιστωτική πολιτική και η ικανότητα της εκάστοτε εταιρείας να μετασχηματίζει τις πωλήσεις της σε ταμειακές ροές.
- Η επενδυτική πολιτική της.
- Η πολιτική αποσβέσεων που ακολουθεί.
- Η φορολογία και το κόστος χρήματος

3.8 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ ΚΕΡΔΩΝ

3.8.1 ΒΑΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Σημαντικός αριθμός αναλυτών εκτός από τη χρησιμοποίηση του μοντέλου προεξόφλησης μερισματικών ροών DDM, χρησιμοποιεί επίσης για την αποτίμηση της μετοχικής αξίας της επιχείρησης το μοντέλο του πολλαπλασιαστή κερδών. Ο λόγος χρήσης του μοντέλου αυτού αφορά τη βασική μεθοδολογία, ότι δηλαδή η αξία της οποιασδήποτε μορφής επένδυσης-αποτίμησης είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών αποδόσεων. Στην περίπτωση των κοινών μετοχών, η απόδοση τους είναι άμεσα εξαρτώμενη από τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης. Συνεπώς οποιοσδήποτε επενδυτής

μπορεί να αποτιμήσει την μετοχή υπολογίζοντας πόσα ευρώ είναι διατεθειμένος να πληρώσει για ένα ευρώ των αναμενόμενων κερδών της επιχείρησης.

Ο πολλαπλασιαστής κερδών είναι ο αριθμοδείκτης τιμή ανά κέρδη (P/E) και ο τύπος υπολογισμού είναι ως εξής :

$$\text{Πολλαπλασιαστής Κερδών} = \text{Τιμή} / \text{Κέρδη} = \frac{\text{Τρέχουσα Χρήση}}{\text{Κέρδη Επόμενης Χρήσης}}$$

Σημειώνουμε ότι στην πραγματικότητα ως Κέρδη Επόμενης Χρήσης συνήθως χρησιμοποιούμε τα Κέρδη ανά Μετοχή (EPS).

3.8.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ

Ο υπολογισμός και η αποδοχή του αποτελέσματος του πολλαπλασιαστή κερδών (P/E) ως μέσο επενδυτικής απόφασης, εξαρτάται από την εν γένει συμπεριφορά του επενδυτή χαρακτηρίζοντας το δείκτη μεγάλο ή μικρό. Για να απαντηθεί το παραπάνω πρέπει να εξετάσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τη διαμόρφωση του δείκτη διαχρονικά. Αντλώντας από τα προηγούμενα το μοντέλο άπειρων περιόδων διακράτισης, μπορούμε να υπολογίσουμε την τιμή του δείκτη P/E ως εξής:

$$P_i = \frac{D_i}{k - g}$$

Στην παραπάνω συνάρτηση έχουμε αντικαταστήσει την αξία V με την τιμή της μετοχής P . Όσον αφορά στην εξίσωση αν διαιρέσουμε και τα δυο μέρη με το συντελεστή E_1 (όπου E_1 τα αναμενόμενα κέρδη κατά τη διάρκεια της επόμενης χρήσης) τα αποτελέσματα έχει ως ακολούθως :

$$\frac{P_i}{E_i} = \frac{D_i/E_1}{k - g}$$

Επομένως ο δείκτης καθορίζεται από:

- Το ποσοστό μερισματικής απόδοσης της επιχείρησης (μέρισμα προς κέρδη ανά μετοχή)
- Την απαιτούμενη τιμή απόδοσης επί της μετοχής (k)
- Τον αναμενόμενο συντελεστή ανάπτυξης των μερισματικών καταβολών της μετοχής (g)

Τέλος φτάνουμε στο συμπέρασμα ότι όπως και στην περίπτωση του μοντέλου των απείρων διακράτισης, έτσι και στην παρούσα η διαφορά τιμής μεταξύ k και g αποτελεί τον καθοριστικό παράγοντα προσδιορισμού του μεγέθους του δείκτη P/E.

3.9 ΣΥΜΠΕΡΑΜΑΤΑ

Η αποτίμηση εταιριών και κυρίως μετοχών εισηγμένων σε διεθνή χρηματιστήρια, αποτελεί μία διαδεδομένη πρακτική στην αναζήτηση των ελκυστικότερων επενδυτικών επιλογών από θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές ανά τον κόσμο. Κατά καιρούς έχουν ακουστεί πολλά για τη θεωρητική αξία μιας μετοχής όσον αφορά στην καταλληλότερη μεθοδολογία και τις ρεαλιστικότερες υποθέσεις αποτίμησης που πρέπει να υιοθετούνται για την εξαγωγή του τελικού αποτελέσματος (δηλαδή της δίκαιης αξίας μιας επιχείρησης).

Έτσι λοιπόν, για να έχουμε μια σφαιρική άποψη για την αποτίμηση και τα αποτελέσματά της πρέπει να έχουμε κατά νου μία σημαντική παράμετρο σχετικά με την αντικειμενικότητά της. Πιο συγκεκριμένα, μοντέλα όπως το DCFM ή το DDM, που αναλύθηκαν προηγουμένως, περιλαμβάνουν μία μεγάλη σειρά υποθέσεων αποτίμησης, πολλές από τις οποίες δεν μπορούν να εκτιμηθούν αντικειμενικά λόγω της φύσης των παραμέτρων, αλλά και λόγω της έλλειψης επαρκούς πληροφόρησης ή γνώσης. Για παράδειγμα: Σε ποιο αντικειμενικό βαθμό μπορεί κάποιος να εκτιμήσει το μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών (προ τόκων και φόρων) ή των μερισμάτων μιας επιχείρησης στο μέλλον ή ακόμη και στο διηνεκές; Είναι φυσικό σε πολλές από αυτές τις παραμέτρους / υποθέσεις αποτίμησης, να υπεισέρχεται ο υποκειμενικός παράγοντας του αναλυτή ή του εκτιμητή που βασίζεται μεταξύ των άλλων και στις ακόλουθες συνιστάμενες: Το κατά πόσο <<πιστεύει>> κάποιος στην εταιρία που αποτιμά, την έκταση στην οποία είναι εξοικειωμένος με τον κλάδο της, καθώς και τα βιώματα που έχει ο ίδιος ο αναλυτής αναφορικά με τις αποτιμήσεις εταιριών.

Συνεπώς, η αποτίμηση αποτελεί μία υποκειμενική και μεροληπτική προσέγγιση της εταιρικής αξίας, καθώς το αποτέλεσμά της εξαρτάται από τις υποθέσεις τις οποίες πραγματοποιεί ο εκάστοτε χρηματοοικονομικός αναλυτής. Όπως όμως προαναφέρθηκε, ο βαθμός της "μεροληψίας" εξαρτάται και από εκείνον το φορέα που πληρώνει εκάστοτε την εταιρική ανάλυση ή αποτίμηση. Πιο συγκεκριμένα, όταν μία χρηματιστηριακή εταιρία ή μία επενδυτική τράπεζα πληρώνει την ανάλυση στοχεύοντας στη διενέργεια χρηματιστηριακών πράξεων, τότε η αποτίμηση μπορεί να τείνει - όχι όμως πάντα - και να εξάγεται πιο ευνοϊκή απ' όσο θα έπρεπε. Όταν η ανάλυση πληρώνεται από την ίδια την εισηγμένη εταιρία - επειδή η τελευταία επιθυμεί να υπάρχει κάλυψη της μετοχής της σε επίπεδο ανάλυσης - τότε και σε αυτήν την περίπτωση, οι υποθέσεις αποτίμησης και το

τελικό αποτέλεσμα ενδέχεται να είναι πιο ευνοϊκά. Αντίθετα όμως, όταν η ανάλυση πληρώνεται από μία επιχείρηση που θέλει να εξαγοράσει την εξεταζόμενη εταιρία, τότε ασφαλώς η δίκαια αξία της τελευταίας, εξάγεται χαμηλότερη σε σύγκριση με τις παραπάνω περιπτώσεις, καθώς η εξαγοράζουσα επιχείρηση επιθυμεί την αγορά της εταιρίας - στόχου με το χαμηλότερο δυνατό κόστος.

Επίσης, αρκετά συχνά διαφεύγει της προσοχής ότι η αποτίμηση δεν αποτελεί - κατά μεταφορική έννοια - μία μαθηματική εξίσωση με προδιαγεγραμμένο αποτέλεσμα, οπότε απλώς αναζητούμε τις υποθέσεις που πρέπει να εισάγουμε στο χρηματοοικονομικό μοντέλο προκειμένου να φθάσουμε στο γνωστό, εκ των προτέρων, αποτέλεσμα. Η δίκαιη αξία μιας εταιρίας ενδέχεται να είναι διαφορετική μεταξύ όλων των αναλυτών που επιχείρησαν να την αποτιμήσουν [στην ουσία, δεν αποκλείεται επίσης να υπάρχει μία γενική αλλά όχι απόλυτη προσέγγιση ή ομοφωνία (consensus) μεταξύ διαφορετικών αναλυτών ως προς τη δίκαιη αξία μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρίας, που παρέχει επαρκή πληροφόρηση για την υλοποίηση της σχετικής αποτίμησης].

Συνοψίζοντας μπορούμε να πούμε ότι η αποτίμηση αποτελεί ένα ιδιαίτερα χρήσιμο εργαλείο το οποίο όμως επειδή ενέχει στοιχεία υποκειμενικότητας πρέπει να προσεγγίζεται με επιφύλαξη αφού είναι σε θέση να εκτιμήσει μεν συγκεκριμένα αλλά πολύ σημαντικά στοιχεία της αλλά δεν μπορεί να προβλέψει όλες τις παραμέτρους με ακρίβεια. Η χρησιμότητα της αποτίμησης δηλαδή έγκειται στον τρόπο της χρησιμοποίησης της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα κάνουμε αποτίμηση μετοχών σε μια υποθετική εισηγμένη εταιρεία χρησιμοποιώντας τη μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών. Η οποία μέθοδος όπως αναφέραμε χρησιμοποιείται ευρύτερα, αλλά η σωστή εφαρμογή της προϋποθέτει κατάλληλα προγράμματα και πολλούς υπολογισμούς και γι' αυτό το λόγο συνήθως χρησιμοποιείται μια πιο απλή μορφή της μεθόδου.

4.2 ΥΠΟΘΕΤΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ

Σ' αυτήν την περίπτωση δεν μας ενδιαφέρει τόσο για τα λογιστικά κέρδη της υποθετικής επιχείρησης αλλά για τα πλεονάσματά της, τα οποία μπορεί να τα εισπράξει ή να τα επανεπενδύσει για να αυξήσει την αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο η αξία της επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης. Αν η επιχείρηση έχει στην κατοχή της περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται, η αξία αυτών των στοιχείων προστίθενται στην αξία των προεξοφλημένων ταμειακών πλεονασμάτων. Η αναγωγή των μελλοντικών πλεονασμάτων στο παρόν γίνεται με ένα συντελεστή, το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων που αναλαμβάνει μία μικρή επιχείρηση. Με την προσέγγιση αυτή, μία επιχείρηση παρομοιάζεται με μία ομολογία που για μία σειρά ετών αποφέρει ορισμένο ετήσιο κέρδος και στο τέλος εξαργυρώνεται στην ονομαστική της αξία.

4.3 ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ

Οι βασικότερες αρχές που διέπουν αυτή τη μέθοδο των ταμειακών ροών είναι οι εξής :

- Επιχείρηση είναι το σύνολο των παραγωγικών συντελεστών και όχι μόνο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού. Η λογιστική αξία των παγίων δεν μπορεί να συμπεριλάβει τα συγκριτικά πλεονεκτήματα, τις ευκαιρίες, την δυναμικότητα, την επιχειρηματικότητα και τέλος την οργάνωση και λειτουργία της ίδιας της επιχείρησης.

- Η αξία της επιχείρησης ισούται με τις προεξοφλημένες καθαρές ταμιακές ροές της (πλεονάσματα).
- Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών δίνουν περισσότερες και ποιοτικότερες πληροφορίες.
- Δίνεται η δυνατότητα να υπολογιστεί ένας ή περισσότεροι ή ακόμα και συνδυασμός συντελεστών προεξόφλησης.
- Παρέχεται ευχέρεια για πρόβλεψη των ταμιακών ροών (με την προβολή και την εκτίμηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης στο μέλλον). Για να εφαρμοστεί η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών απαραίτητη προϋπόθεση είναι η ύπαρξη κερδών της επιχείρησης.

4.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ

Η ανάλυση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) είναι μια μέθοδος εγγενούς αξίας στην οποία ένας αναλυτής προβλέπει στο μέλλον την ελεύθερη ταμειακή ροή των επιχειρήσεων και την μειώνει στο σημερινό σταθμισμένο μέσο κόστος της κεφαλαιοποίησης (WACC).

Μια ανάλυση DCF εκτελείται με την οικοδόμηση ενός οικονομικού μοντέλου στο Excel και απαιτεί εκτενείς λεπτομέρειες και ανάλυση. Είναι η πιο λεπτομερής από τις τρεις προσεγγίσεις, απαιτεί τις περισσότερες παραδοχές και συχνά παράγει την υψηλότερη αξία. Ωστόσο, η προσπάθεια που απαιτείται για την προετοιμασία ενός μοντέλου DCF θα έχει επίσης συχνά ως αποτέλεσμα την ακριβέστερη αποτίμηση. Ένα μοντέλο DCF επιτρέπει στον αναλυτή να υπολογίζει την αξία βάσει διαφορετικών σεναρίων και ακόμη και να πραγματοποιεί ανάλυση ευαισθησίας.

Για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις, η τιμή DCF είναι συνήθως μια ανάλυση αθροίσματος των μεριδίων, όπου διαφορετικές επιχειρηματικές μονάδες διαμορφώνονται μεμονωμένα και προστίθενται μαζί.

4.5 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΝ DAMODARAN

Οι αποτιμήσεις προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) με μια θέση που απαριθμούσε δέκα κοινούς μύθους στο DCF και υποσχέθηκε να κάνει μια θέση σε κάθε μια κατά τη

διάρκεια του έτους. Αυτή είναι η πρώτη της σειράς και θα την χρησιμοποιήσω για να αμφισβητήσω την ευρέως διαδεδομένη παρανόηση ότι το μόνο που χρειάζεται για να φτάσεις σε μια τιμή DCF είναι το D (αναλογία) και το αναμενόμενο C (τέφρα) F (χαμηλό). Σε αυτή την ανάρτηση, θα πραγματοποιήσω μια περιοδεία σε ό, τι θα λέγαμε στριμμένα DCFs, όπου έχετε την εμφάνιση μιας εκτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, χωρίς καμία συνέπεια ή φιλοσοφία.

Οι δοκιμές συνέπειας για DCF

Η εκτίμηση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, θέτει τη μοναδική εξίσωση που αποτελεί τη βάση της εκτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών:

$$\text{Value of asset} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$$

Προκειμένου αυτή η εξίσωση να παράσχει μια λογική εκτίμηση της αξίας, είναι επιτακτική ανάγκη να πληροί τρεις δοκιμές συνέπειας:

1. Συμφωνία μονάδας : Μια πρώτη αρχή DCF είναι ότι οι ταμειακές ροές σας πρέπει να ορίζονται με τους ίδιους όρους και μονάδες με το προεξοφλητικό σας επιτόκιο. Συγκεκριμένα, αυτό παρουσιάζεται σε τέσσερις δοκιμές:

Αντίστοιχα με την Εταιρεία : Εάν οι ταμειακές ροές είναι μετά από πληρωμές χρεών (και επομένως ταμειακές ροές προς ίδια κεφάλαια), το χρησιμοποιούμενο προεξοφλητικό επιτόκιο πρέπει να αντανακλά την απόδοση που απαιτείται από αυτούς τους επενδυτές (το κόστος των ιδίων κεφαλαίων) επενδύσεις σε μετοχές τους. Εάν οι ταμειακές ροές είναι προγενέστερες των πληρωμών χρεών (ταμειακές ροές προς την επιχείρηση ή την επιχείρηση), το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται πρέπει να είναι σταθμισμένο μέσο όρο για το τι επιθυμούν οι επενδυτές σε μετοχές σας και για το τι ζητούν οι δανειστές σας ολόκληρη την επιχείρηση (κόστος κεφαλαίου).

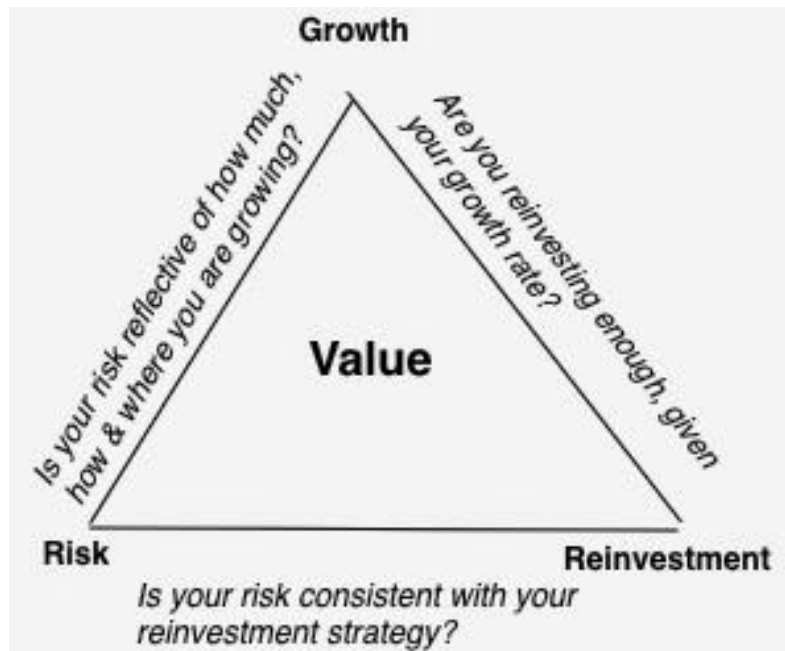
Προ φόρων έναντι μετά φόρων : Εάν οι ταμειακές σας ροές είναι προ φόρων (μετά φόρων), το προεξοφλητικό σας επιτόκιο πρέπει να είναι προ φόρων (μετά φόρων). Αξίζει να σημειωθεί ότι όταν αποτιμούμε τις εταιρείες, εξετάζουμε τις ταμειακές ροές μετά από εταιρικούς φόρους και πριν από τους προσωπικούς φόρους και τα προεξοφλητικά επιτόκια καθορίζονται με συνέπεια. Αυτό γίνεται πολύ δύσκολο όταν αποτιμούνται οι μεταβιβάσιμες οντότητες, οι οποίες δεν πληρώνουν φόρους αλλά υποχρεούνται συχνά να

περάσουν από το εισόδημά τους σε επενδυτές οι οποίοι στη συνέχεια φορολογούνται με ατομικούς φορολογικούς συντελεστές, και εξέτασα την ερώτηση αυτή στη θέση μου σε οντότητες που διαβιβάζονται .

Ονομαστική έναντι πραγματικού : Εάν οι ταμειακές σας ροές υπολογίζονται χωρίς να ενσωματώνουν τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό, είναι πραγματικές ταμειακές ροές και πρέπει να προεξοφλούνται με πραγματικό προεξοφλητικό επιτόκιο. Εάν οι ταμειακές ροές σας περιλαμβάνουν αναμενόμενο ρυθμό πληθωρισμού, το προεξοφλητικό σας επιτόκιο πρέπει να ενσωματώνει τον ίδιο αναμενόμενο ρυθμό πληθωρισμού.

Νόμισμα : Εάν οι ταμειακές σας ροές είναι σε ένα συγκεκριμένο νόμισμα, το προεξοφλητικό σας επιτόκιο πρέπει να είναι στο ίδιο νόμισμα. Δεδομένου ότι το νόμισμα είναι κατά κύριο λόγο ένας αγωγός για τον αναμενόμενο πληθωρισμό, η επιλογή ενός υψηλού νομίσματος πληθωρισμού (π.χ. του βραζιλιάνικου Reai) θα σας δώσει ένα υψηλότερο προεξοφλητικό επιτόκιο και υψηλότερη αναμενόμενη ανάπτυξη και θα πρέπει να αφήσει αμετάβλητη την αξία.

2. Συνέπεια εισροών: Η αξία μιας εταιρείας είναι συνάρτηση τριών βασικών στοιχείων, των αναμενόμενων ταμειακών της ροών , της αναμενόμενης αύξησης αυτών των ταμειακών ροών και της αβεβαιότητας που αισθάνεστε σχετικά με το εάν αυτές οι ταμειακές ροές θα παραδοθούν. Μια εκτίμηση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών απαιτεί παραδοχές και για τις τρεις μεταβλητές, αλλά για να είναι υπερασπίσιμη, οι υποθέσεις που κάνετε σχετικά με αυτές τις μεταβλητές πρέπει να είναι συνεπείς μεταξύ τους. Ο καλύτερος τρόπος να επεξηγηθεί αυτό το σημείο είναι αυτό που αποκαλώ το τρίγωνο αποτίμησης :



«Σχέδιο κατανόησης από τον Damodaran (2015)»

4.6 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Όταν όμως τα κέρδη αυτά είναι πολύ μικρά μπορεί η αξία της επιχείρησης με τη μέθοδο προεξοφλημένων ταμειακών ροών να είναι μικρότερη από την καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης.

Συνοψίζοντας, η μέθοδος ορίζει την αξία της επιχείρησης ως την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμιακών ροών που προβλέπεται να αποφέρει, προεξοφλημένες με το κατάλληλο κόστος κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει τις πηγές αλλά και το κόστος της χρηματοδότησης που λαβαίνει η υπό εξέταση η υποθετική επιχείρηση.

Σε αυτό το σημείο κάνουμε χρήση του συγκεκριμένου μοντέλου με τις υποθετικές τιμές που έχουμε δώσει, και σύμφωνα με τον πίνακα καταλήγουμε στα εξής:

Discount Cash Flow Valuation Model															
tikt	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TermValue
Risk free rate		9,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk premium		4,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Market return		13,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Beta (leveraged)		0,66	1,14	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13
Cost on Debt		7,4%	0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Debt/Equity+Debt		36,5%	32,9%	36,4%	36,4%	36,4%	36,4%	36,4%	36,4%	36,4%	36,4%	36,4%	36,4%	36,4%	36,4%
Ke=Rf+B(Rm-Rf)		12,0%	12,0%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
WACC=		10,3%	8,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Discounting Factor		1,00	1,00	1,00	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	0,65	0,61	0,57	0,53	0,49	0,46
Sales	1.130,7	1.127,9	1.164,9	1.099,4	938,6	777,9	625,2	486,9	367,0	267,4	188,2	127,7	83,5	52,5	52,5
% chng		-0,2%	3,3%	-5,6%	-14,6%	-17,1%	-19,6%	-22,1%	-24,6%	-27,1%	-29,6%	-32,1%	-34,6%	-37,1%	0,0%
EBIT	195,8	186,4	186,6	176,9	169,1	169,1	169,5	170,1	171,5	173,6	176,7	29,2	18,8	11,7	11,7
% chng		-4,8%	0,1%	-5,3%	-4,4%	0,0%	0,2%	0,4%	0,8%	1,2%	1,8%	-83,5%	-35,5%	-38,0%	0,0%
margin περιθωριο	17,3%	16,5%	16,0%	16,1%	18,0%	21,7%	22,0%	22,4%	23,0%	23,0%	23,0%	22,8%	22,5%	22,2%	22,2%
Less: Tax		41,0	37,3	53,1	50,7	50,7	50,8	51,0	51,5	52,1	53,0	8,7	5,6	3,5	3,5
tax rate		29,0%	29,0%	0,3	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
After tax EBIT		145,4	149,3	123,8	118,4	118,4	118,6	119,1	120,1	121,5	123,7	20,4	13,2	8,2	8,2
Less: Working Capital additions		-122,6	-78,8	-84,7	-126,3	1,8	2,1	2,3	2,6	3,2	4,1	5,1	6,3	7,7	0,0
Plus: depreciation		380,7	387,8	397,8	407,8	417,8	418,6	420,3	423,7	428,8	436,5	72,0	46,5	28,8	28,8
Less: Capex & Acquisitions		371,6	399,2	513,7	397,2	441,4	441,3	442,3	444,9	449,1	455,8	70,7	42,5	22,5	28,8
% of sales		32,9%	34,3%	46,7%	42,3%	56,7%	70,6%	90,8%	121,2%	167,9%	242,2%	55,4%	50,9%	42,9%	54,9%
Net Capex & WC requirements		-111,7	-67,4	31,2	-136,9	25,3	24,8	24,3	23,9	23,6	23,4	3,7	2,3	1,4	0,0
Reinvestment rate		-78,8%	-45,1%	25,2%	-115,6%	21,4%	20,9%	20,4%	19,9%	19,4%	18,9%	18,3%	17,7%	17,1%	0,0%
Free Cash Flow		257,1	216,7	92,6	255,3	93,1	93,8	94,8	96,2	97,9	100,3	16,7	10,8	6,8	8,2
Discounted Free Cash Flows		257,1	216,7	92,6	237,8	80,8	75,9	71,4	67,5	64,0	61,1	9,5	5,7	3,3	3,7
WACC			8,3%	7,4%	7,4%										
PV of Cash Flows			789,4	676,8	442,8										
Perpetuity Growth			0,0%	0,0%	0,0%	Year	Unlevered Beta		3,52% 10-yr CAGR						
PV of Residual Value			58,7	54,7	50,9	2016	0,52		1,6% ΕΙΝΑΙ ΤΟ ΔΕΠ ΓΙΑ ΤΟ 2017						
Enterprise Value			828,1	731,5	493,7	2017	0,90		2,4% ΥΠΟΘΕΣΗ ΟΤΙ ΤΟ ΔΕΠ ΓΙΑ ΤΟ 2018						
Less: Net Debt '12			899,0	947,6	898,8				2,5% ΥΠΟΘΕΣΗ ΟΤΙ ΤΟ ΔΕΠ ΓΙΑ ΤΟ 2019						
									29% ΦΘΡΟΣ						

Target Price yr-end	19,80	19,17	21,55
Target Price 12 month	20,46	23,00	

Πίνακας 3 Μοντέλο DCFM

4.7 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΜΟΝΤΕΛΟ (DCFΜ)

Παρατηρούμε ότι το risk free rate είναι αρκετά υψηλό αυτό οφείλεται λόγω της οικονομικής κρίσης και τη δυσπιστία της Ελλάδας ως προς τους ξένους επενδυτές αυτό έχει σαν αποτέλεσμα και το risk premium να είναι αρκετά υψηλό. Βέβαια όσο υψηλότερο είναι το risk premium τόσο υψηλότερη είναι η απόδοση αλλά και τόσο μεγαλύτερο το premium των αγορών. Ο συντελεστής beta μετρά την ευαισθησία της απόδοσης μιας μετοχής σε μεταβολές που επηρεάζουν το σύνολο της αγοράς. Μετοχές με beta μεγαλύτερο από ένα χαρακτηρίζονται επιθετικές λειτουργώντας αποδοτικά σε περίοδο ανοδικής πορείας της αγοράς αλλά και επιτείνοντας τη ζημία σε πτωτικές περιόδους. Μετοχές με beta μικρότερο από ένα χαρακτηρίζονται αμυντικές καταγράφοντας μικρότερες απώλειες από την αγορά σε περιόδους πτώσης τιμών αλλά

και μικρότερα κέρδη σε περίπτωση ανόδου τιμών. Στη συγκεκριμένη περίπτωση ο συντελεστής θεωρείται ιδανικός καθώς δεν έχει μεγάλη απόκλιση από το 1.

Οι σύγχρονες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν διάφορες πηγές προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια. Στόχος κάθε επιχείρησης είναι να μειώσει όσο το δυνατό περισσότερο το κόστος κεφαλαίου ώστε να έχουν μεγαλύτερο περιθώριο κερδοφορίας. Οι πηγές αυτές αποτελούν και τους παράγοντες που συνθέτουν το μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης. Οι πιο συνηθισμένοι παράγοντες είναι οι κοινές, προνομιούχες μετοχές και ο εξωτερικός δανεισμός. Εδώ παρατηρούμε ότι υπάρχει υψηλό κόστος κεφαλαίου που αυτόματα συνεπάγεται ότι ο κίνδυνος για τις επενδύσεις είναι μεγάλος.

4.8 ΣΥΝΘΕΤΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΤΗΣΙΑΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Η υποθετική μας έρευνα για να αποδείξουμε αν η τιμή της εταιρείας μας είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη βασίζεται κατά κύριο λόγο και στο σύνθετο ποσοστό ανάπτυξης. Το σύνθετο ποσοστό ετήσιας ανάπτυξης (CAGR) είναι ένα ποσοστό αύξησης μέσος όρος για μία περίοδο αρκετών ετών. Είναι ένα γεωμετρικός μέσος όρος των ποσοστών ετήσιας ανάπτυξης:

$$CAGR = [(Τελική\ τιμή) / (αρχική\ τιμή)]^{1 / (αριθμός\ ετών - 1)}$$

Εάν τα ποσοστά αύξησης ποσοστού χρησιμοποιούνται είναι σημαντικό να θυμηθεί να προσθέσει ενός σε κάθε ένα από τα πριν υπολογίζει το γεωμετρικό μέσο όρο. Αν και κανένα ιστορικό στοιχείο δεν είναι υποκατάστατο μιας πρόβλεψης, το CAGR κατά τη διάρκεια διάφορων ετών (χαρακτηριστικά τελευταία τα πέντε) είναι μια καλή ένδειξη μιας τάσης από την αύξηση ενός έτους που μπορεί να είναι παράτυπα καλή ή κακή.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017ε	2017/9	2016	2016/9	CAGR
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	281449	474515	483183	517719	568960	1568267	1557566	1534463	1416127	#####	1482633	1416127	1471236	0,962542
ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	531561	538535	482503	442209	597963	1514643	1711441	1497579	1247728	#####	1292305	1247728	1366715	0,912939
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	813010	1013050	965686	959928	1166923	3082910	3269007	3032042	2663855	#####	2774938	2663855	2837951	0,938654
ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥ ΠΡΟΧΡ	269255	457950	281215	416363	476932	233088	252993	525881	202758	230205	210874	202758	185732	1,09167
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	176891	28646	29571	25846	120910	295674	282553	174636	229494	250603	252811	229494	231516	0,991266
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	366864	526484	654900	517719	569081	2554148	2733461	2331525	2231603	#####	2311253	2231603	2420703	0,921882
ΕΞΕΝΑ / ΙΔΙΑ + ΞΕΝΑ	23,28%	9,87%	26,22%	0,00%	0,02%	38,60%	43,02%	34,19%	36,54%	31,91%	35,85%	36,54%	39,22%	3,52%
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	2281922	3177208	3695234	4633429	5065751	1350488	1091404	1130660	1127936	1E+06	879732	1127936	851800	1,324179
ΕΒΙΤ = ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ & ΦΟΡΩΝ	363382	629479	690552	673483	766441	315085	244058	195838	186359	186613	146700	186359	146500	1,272075
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	472929	688397	671508	671450	685538	451351	694335	645525	517973	455089	531890	517973	605386	0,855608
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	269255	457950	281215	416363	476932	233088	252993	525881	202758	513547	210874	202758	83257	2,435327
ΚΚ = ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ - ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ	203674	230447	390293	255087	208606	218263	441342	119644	315215	193801	321016	315215	522129	0,603711
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	97456	124100	23416	25623	47929	122680	138640	130730	116781	104471	25315	116781	28298	4,126829
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	18891	41285	2402	8689	61415	2053	9804	8546	13220	20443	13215	13220	8546	1,546923
ΚΑΝΟΥΜΕ ΤΟ CAGR ΣΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ 10ΕΤΙΑ - ΓΙΑ ΝΑ ΛΑΒΟΥΜΕ ΥΠΟΨΗΝ ΤΗΝ ΠΙΩΤΙΚΗ ΤΑΣΗ ΚΑΤΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΕΤΗ ΘΑ ΑΦΑΙΡΕΣΟΥΜΕ ΤΗΝ ΥΦΕΣΗ ΣΤΟ VALUATION MODEL														
Valuation Model Beta ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΙ CAGR														

Πίνακας 4. Υπολογισμός GAGR

Στα ίδια κεφάλαια δεν υπάρχει κάποια ουσιαστική αλλαγή αισθητή είναι η πτώση στις πωλήσεις το οποίο δικαιολογεί γιατί θα υπάρχει και πτωτική τάση. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα μας προκύπτει ότι η μετοχή μας είναι υποτιμημένη και προβλέπεται στα επόμενα χρόνια η άμεση άνοδος της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ- ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η αποτίμηση επιχειρήσεων αποτελεί μία από τις δυσκολότερες και πιο αμφισβητούμενες διαδικασίες και εργασίες της χρηματοοικονομικής, λογιστικής και διοικητικής επιστήμης. Η εργασία απάντησε στα βασικότερα ερωτήματα σχετικά με την ακολουθούμενη μεθοδολογία, δίνοντας πρακτικές εφαρμογές. Παράλληλα δίνεται η απαιτούμενη θεωρητική χρηματοοικονομική και λογιστική υποστήριξη της διαδικασίας. Σκοπός της εργασίας ήταν η κατάθεση ενός πρακτικού οδηγού, η περιγραφή των σύγχρονων μεθοδολογιών, η ανάπτυξη της κρίσης του ερευνητή για την επιλογή της κατάλληλης μεθοδολογίας, καθώς και η ανάπτυξη της δυνατότητας χρήσης των πληροφοριών που θα παραχθούν για τη λήψη αποφάσεων.

Η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης θεωρείται ακρογωνιαίος λίθος στην πραγματοποίηση ή μη μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, κερδοφόρας για όλα τα ενδιαφερόμενα μέλη (επενδυτές, μετόχους, αγοραστές). Για την επίτευξη ενός έγκυρου και ακριβή προσδιορισμού της αξίας μίας εταιρείας αποτελεί βάση η διεξαγωγή σωστών προβλέψεων, φυσικά η ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων της εξεταζόμενης εταιρείας, η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου, καθώς και η ορθή εφαρμογή της. Συχνά συνιστάται η χρήση περισσότερων τρόπων προσέγγισης, δηλαδή η εφαρμογή παραπάνω εκ του ενός μεθόδων, για την επαλήθευση των αποτελεσμάτων. Από τη διαδικασία όμως αυτή, ενδεχομένως να προκύψουν μεγάλες αποκλίσεις ως προς την αξία, επομένως να χρειαστεί να προβούμε σε επανεξέταση των παραδοχών που λάβαμε υπόψη προηγουμένως. Σημαντική επίσης προϋπόθεση για την ορθή εκτίμηση της αξίας αποτελεί και η πλήρης κατανόηση της διαδικασίας εφαρμογής της επιλεγόμενης κάθε φορά μεθόδου. Η ορθή χρήση των μεθόδων αυτών βασίζεται στην κρίση κάθε εκτιμητή, η οποία είναι υποκειμενική, άρα το αποτέλεσμα, χρησιμοποιώντας την ίδια μέθοδο, πιθανόν να διαφοροποιείται ακόμα και σε επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου. Πιο συγκεκριμένα, η εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης με χρήση λογιστικών δεδομένων, είναι θεωρητικά η πιο απλή μέθοδος, μιας και τα στοιχεία φανερώνονται με μικρούς υπολογισμούς στον Ισολογισμό της. Συγκρίνοντάς την, όμως, με τις υπόλοιπες, δεν παρέχει αρκετές πληροφορίες. Αντιθέτως, αναφέρεται σε μία χρονική στιγμή στο παρελθόν και δεν προβλέπει τη μετέπειτα εξέλιξη της εκάστοτε εταιρείας.

Από την άλλη μεριά, η εφαρμογή των μεθόδων οι οποίες βασίζονται στην προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών, δίδουν περισσότερες σε όγκο πληροφορίες, προϋποθέτουν όμως και εξίσου σημαντικό πλήθος στοιχείων για την εξαγωγή αυτών. Σύμφωνα με τις μεθόδους αυτές, η αξία της επιχείρησης εξετάζεται με βάση την ικανότητά της να δημιουργεί ταμειακές ροές. Παρόλα αυτά, συγκριτικά με τις υπόλοιπες μεθόδους, παρέχουν πιο ακριβή και αξιόπιστα αποτελέσματα. Τέλος, όσον αφορά στη μέθοδο των πολλαπλασιαστών, αποδεδειγμένα θεωρείται η καταλληλότερη για την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας ως προς το εάν είναι υπερεκτιμημένη ή υποεκτιμημένη. Για την εξαγωγή του αποτελέσματος χρησιμοποιεί δείκτες. Όμως, η εκτίμηση αυτή των δεικτών θεωρείται χρονοβόρα διαδικασία και η ανάλυση των πολλαπλασιαστών επίσης. Επομένως, θα πρέπει να προσαρμοστεί με τεράστια προσοχή στις ιδιαιτερότητες της εκάστοτε εταιρείας. Κατά τη διαδικασία αποτίμησης, σχεδόν όλες οι μέθοδοι προβαίνουν στη χρήση ενός συντελεστή προεξόφλησης βασιζόμενο στον κίνδυνο και τη φορολογία. Όσον αφορά στον πρώτο, ο υπολογισμός του θεωρείται περίπλοκος, ενώ η φορολογία μπορεί να εκτιμηθεί πιο αξιόπιστα.

Σύμφωνα με την παρούσα διπλωματική καταλήγουμε ότι η εφαρμογή 2 ή 3 μοντέλων αποτίμησης με ίδια δεδομένα μπορεί να έχει μεγάλη απόκλιση στα αποτελέσματα. Μια πρόταση για μελλοντική έρευνα θα ήταν «Από πού προέρχονται οι αποκλίσεις των μοντέλων αποτίμησης όταν τα δεδομένα είναι ίδια; Και πως μπορεί να αποφευχθεί;»

Εν κατακλείδι, πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι για να επιτευχθεί η αποτίμηση μιας εταιρείας, προτείνεται η χρήση τουλάχιστον δύο μεθόδων, έτσι ώστε να προσεγγίζεται καλύτερα η αξία της. Χωρίς, όμως, αυτό να σημαίνει τον αποκλεισμό κάποιων εκ των ως άνω μεθόδων από τη διαδικασία αποτίμησης. Αντιθέτως, κατά τη διαδικασία αποτίμησης, τα αποτελέσματά τους, προτείνεται, να εκτιμώνται παράλληλα για τον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας της εκάστοτε επιχείρησης.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βλάχος Χρ. Και Λουκάς Λουκά, 2009, Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα», Τόμος: Α΄ - Πέμπτη Έκδοση, Εκδόσεις: Παπαζήση, Αθήνα

Λαζαρίδης Θ. ,2015, Αποτίμηση Επιχειρήσεων , Εκδόσεις: Αφοι Κυριακίδη Α.Ε, Αθήνα

Νεγκάκης Χ., 2015, Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, Θεωρία και Εφαρμογές, Θεσσαλονίκη

Νούλας Αθ., 2016, Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Β΄ έκδοση, Θεσσαλονίκη

Στέργιος Αθιανός & Κωνσταντινούδης Κλεάνθης, 2012, Αποτίμηση και Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις: Γερμανός, Θεσσαλονίκη

Σφαρνάς Α., 2006, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Έκδοση Γαλαίος, Αθήνα

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Admanson, G. 2013. Determining a practice's value in the 2013 M&A market. The CPA Journal

AICPA., 2004, Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation, AICPA

Boer, G. B. 1991. Making accounting a value-added activity. Management Accounting (August): 36-41

Damodaran, Aswath, 2001, The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies, Prentice Hall, Upper Saddle River.

Damodaran, A., 2006, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence.

Damodaran, A. 2009. The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses, 2nd Edition. FT Press

Fernandez, P. 2007. Company valuation methods: The most common errors in valuations.

Fisher, I. and A. C. Littleton. 1930. General comments. *The Accounting Review* (March): 55-59

Fisher, S 1981, *Relative Shocks, Relative Price Variability & Inflation*, Vol 12

Kuhner, C. and C. Pelger. 2015. On the relationship of stewardship and valuation - An analytical viewpoint. *Abacus* 51(3): 379-411

Kuttner, M. 1989. Business valuation: An important management advisory service. *Journal of Accountancy* (November): 143-148.

Marcell, J. A., G. M. Desmond, S. Storm and R. E. Kelly. 1993. *Handbook of Small Business Valuation and Rules of Thumb*. 3rd edition. Valuation Press

Moskowitz, J. I. 1988. What's your business worth? *Management Accounting* (March): 30-34.

Moyer, C. A. 1943. Social factors affecting obsolescence. *The Accounting Review* (April): 110-122

Smith, H. and D. Lovallo. 2014. Creating more accurate acquisition valuations. *MIT Sloan Management Review* (Fall): 63-71.

Smith, E. P. 2012. The basics of business valuation, fraud and forensic accounting, and dispute resolution services. *The CPA Journal* (June)

Strischek, D. 1983. How to determine the value of a firm. *Management Accounting* (January): 42-49